

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر (3)

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية

دراسة تجربة جمهورية مصر العربية

"مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

فرع: نقود ومالية

إشراف الأستاذ الدكتور:

طواهر محمد التهامي

إعداد الباحث:

صلاح الدين شريط

أعضاء اللجنة المناقشة:

- | | |
|--------|-----------------------|
| رئيساً | أ.د/ طيب ياسين |
| مقرراً | أ.د/ طواهر محمد تهامي |
| عضواً | أ.د/ براق محمد |
| عضواً | د/ دبوب يوسف |
| عضواً | د/ بيبي يوسف |
| عضواً | د/ بوكساني رشيد |

السنة الجامعية: 2011-2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إن يمسسكم قرح فقد مس القوم قرح مثله وتلك الأيام نداؤها بين الناس
وليعلم الله الذين آمنوا ويتخذ منكم شهداء والله لا يحب الظالمين (140) وليلمحص الله
الذين آمنوا ويمحق الكافرين (141).

سورة آل عمران

قال العمد الأصفهاني

إني رأيتُ أنه لا يكتب إنسان كتاباً في يومه إلا قال في غده
لو غير هذا لكان أحسن
ولو زيد كذا لكان يستحسن
ولو قُدم هذا لكان أفضل
ولو تُركت هذا لكان أجمل
وهذا أعظم العبر وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر

الشكر

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا البحث، ولا يسعني إلا أن أسجد لله شكراً وحمداً على توفيقه، ويذكر لأهل الفضل علينا بعد الله سبحانه كل جميل وحسن صنيع. انطلاقاً من قوله عليه السلام "من لا يشكر الناس لا يشكر الله".

لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان ووافر الامتنان إلى الأستاذ الدكتور طواهر محمد التهامي أطال الله عمره الذي تفضل بقبول الإشراف على هذه الرسالة وعلى ما منحني إياه من وقته وعلمه وخلقه، بحيث كان لي والداً قبل أن يكون لي معلماً، وعلى كل ما بذله من جهد والذي كان لتوجيهاته وملاحظته القيمة الأثر الكبير علينا.

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان للأستاذ الدكتور حسام شريف مستشار رئيس البورصة المصرية و الأستاذ أحمد عبد الرحمن مساعد رئيس البورصة لشؤون السوق على المساعدة الكبيرة التي قدموها لنا لإتمام هذا البحث

كما أحص بالشكر أيضاً الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة العلمية لهذه الرسالة الذين تفضلوا علي بقبول النظر في هذه الرسالة، وإبداء ملاحظاتهم وتوجيهاتهم لتخرج بالشكل العلمي الصحيح، كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من استفدت منه وعلمي وأرشدي من أساتذة الجامعة المصرية والجامعة الجزائرية رعاهم الله وأمدهم بطاعته وتوفيقه.

إلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر وجامعة محمد بوضياف بالمسيلة.

والله الموفق

الإهداء

إلى الشموع التي تحترق لتضيء لنا الطريق، إلى من ضحى ولا يزال من أجل هذا الوطن
جميع الشهداء والمخلصين لهذا الوطن

إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره، أو هدى بالجواب الصحيح حيرة سائله فأظهر سماحته تواضع العلماء
وبرحابته سماحة العارفين

إلى الوالد الكريم الذي بذل الغالي والنفيس، لأن أتم مشواري التعليمي، وانتظر بشوق ولهفة كبيرين حتى
يرى هذا العمل يشرف على ختامه.

إلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن مكنون ذاته، إلى من علمتني وعانت الصعاب لأصل إلى ما أنا
فيه، وعندما تكسوني الهموم أسبح في بحر حنائها لتخفف من آلامي...أمي الحنون.

إلى من حبهم يجري في عروقي و يلهج بذكرهم فؤادي، إخوتي وأخص بالذكر هاني وعائلته الصغيرة،
راجيا من الله عزوجل أن يحفظهم جميعا وأن يجعلهم قرة عين لي

إلى من كانت تصير على سهري الطويل... وإلى من صمدت معي مهما تبدلت الظروف لإرضائي والعيش
في الهناء....زوجتي الكريمة

إلى كل مشايخي معلمي وأساتذتي ومن كان لهم فضل تلقيني العلم النافع
إلى جميع أصدقائي وزملائي وطلبيتي الذين انشغلوا بانشغالي هذا البحث

إلى جميع هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع

الفهرس العام للبحس

أ	. . . . .	المقدمة العامة
01	. . . . .	<u>الفصل الأول : أساسيات الادخار والاستثمار.</u>
02	. . . . .	مقدمة الفصل الأول
03	. . . . .	المبحث الأول: ماهية الادخار ومعانيه
03	. . . . .	<u>المطلب الأول: عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالادخار</u>
03	. . . . .	أولاً: الادخار لغة
04	. . . . .	ثانياً: تعريف الادخار اصطلاحاً
05	. . . . .	ثالثاً: تعريف المدخرات
08	. . . . .	رابعاً: الفرق بين الادخار والاكتناز
08	. . . . .	<u>المطلب الثاني: الادخار في النظريات الاقتصادية والاقتصاد الإسلامي</u>
08	. . . . .	أولاً: الادخار في الاقتصاد الإسلامي
11	. . . . .	ثانياً: الادخار في النظريات الاقتصادية الوضعية
15	. . . . .	<u>المطلب الثالث: مقومات الادخار</u>
15	. . . . .	أولاً: أهمية الادخار
16	. . . . .	ثانياً: أهداف الادخار
17	. . . . .	ثالثاً: دوافع الادخار
20	. . . . .	المبحث الثاني: أنواع و محددات الادخار.
20	. . . . .	<u>المطلب الأول: أنواع الادخار</u>
20	. . . . .	أولاً: حسب نوع المدخرات
21	. . . . .	ثانياً: حسب الحدود الجغرافية
21	. . . . .	ثالثاً: حسب الدوافع
23	. . . . .	رابعاً: حسب مصادره
24	. . . . .	<u>المطلب الثاني: محددات الادخار</u>
24	. . . . .	أولاً: المحددات الداخلية للادخار
24	. . . . .	ثانياً: المحددات الخارجية
26	. . . . .	<u>المطلب الثالث: الادخار و علاقته بالمتغيرات الاقتصادية</u>
26	. . . . .	أولاً: علاقة الادخار بالدخل والاستهلاك والاستثمار

29	.	.	.	.	ثانيا: علاقة الادخار بسعر الفائدة والتضخم والنقود .
32	.	.	.	.	المبحث الثالث: ماهية وتاريخ الفكر الاقتصادي للاستثمار
32	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: تعاريف ومفاهيم مختلفة للاستثمار</u>
32	.	.	.	.	أولا: عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار
34	.	.	.	.	ثانيا: المفاهيم المختلفة للاستثمار
36	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: نظريات الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي والوضعي</u>
37	.	.	.	.	أولا: الاستثمار في الاقتصادي الإسلامي
39	.	.	.	.	ثانيا: الاستثمار في النظريات الاقتصادية الوضعية
45	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: مقومات الاستثمار</u>
45	.	.	.	.	أولا: أهمية الاستثمار
46	.	.	.	.	ثانيا: أهداف الاستثمار
48	.	.	.	.	ثالثا: مناخ الاستثمار
50	.	.	.	.	المبحث الرابع: مجالات ومحددات الاستثمار وأدواته
50	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: مجالات الاستثمار</u>
52	.	.	.	.	أولا: التوزيع الجغرافي لمجالات الاستثمار
53	.	.	.	.	ثانيا: التوزيع النوعي لمجالات الاستثمار
54	.	.	.	.	ثالث: التوزيع حسب الهدف من الاستثمار
55	.	.	.	.	رابعا: التوزيع حسب مدة الاستثمار
55	.	.	.	.	خامسا: التوزيع حسب طبيعة الاستثمار
56	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: محددات وأدوات الاستثمار</u>
56	.	.	.	.	أولا: محددات الاستثمار
58	.	.	.	.	ثانيا: أدوات الاستثمار
63	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: عوائد الاستثمارات ومخاطرها</u>
64	.	.	.	.	أولا: عوائد الاستثمارات
66	.	.	.	.	ثانيا: مخاطر الاستثمار
72	.	.	.	.	خاتمة الفصل الأول
73	.	.	.	.	<u>الفصل الثاني: الملامح الرئيسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية</u>
74	.	.	.	.	مقدمة الفصل الثاني
75	.	.	.	.	المبحث الأول: ظهور وتعريف الأسواق المالية

75	.	.	.	.	المطلب الأول: تاريخ ونشأة الأسواق المالية والبورصة
75	.	.	.	.	أولاً: العوامل التي أدت إلى نشأة الأسواق المالية
77	.	.	.	.	ثانياً: تاريخ نشأة الأسواق المالية في العالم
80	.	.	.	.	ثالثاً: تاريخ نشأة الأسواق المالية في الدول العربية
82	.	.	.	.	المطلب الثاني: مفاهيم الأسواق المالية
83	.	.	.	.	أولاً: تعريف الأسواق المالية
84	.	.	.	.	ثانياً: وظائف الأسواق المالية في العالم
87	.	.	.	.	ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية
90	.	.	.	.	رابعاً: خصائص سوق الأوراق المالية
92	.	.	.	.	المبحث الثاني: آليات وقواعد التعامل في الأسواق المالية
92	.	.	.	.	المطلب الأول: تنظيم وإدارة الأسواق المالية
92	.	.	.	.	أولاً: كيفية التعامل في البورصة والفئات المتعاملين فيها
99	.	.	.	.	ثانياً: أوامر البورصة وتكاليف تنفيذها
102	.	.	.	.	المطلب الثاني: العمليات والتسعير في البورصة
103	.	.	.	.	أولاً: عمليات البورصة
107	.	.	.	.	ثانياً: التسعير في البورصة
109	.	.	.	.	ثالثاً: آليات وأنظمة العمل بسوق التداول
113	.	.	.	.	المبحث الثالث: أنواع الأسواق المالية وأساليب تقييمها
115	.	.	.	.	المطلب الأول: سوق النقد
116	.	.	.	.	أولاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول
116	.	.	.	.	ثانياً: الكمبيالة
117	.	.	.	.	ثالثاً: الأوراق التجارية
117	.	.	.	.	رابعاً: القبولات المصرفية
118	.	.	.	.	خامساً: اتفاقية إعادة الشراء
118	.	.	.	.	سادساً: سوق اليورو-دولار "سوق الدولار الأوربي"
119	.	.	.	.	سابعاً: قرض فائض الاحتياطي الإجباري
119	.	.	.	.	ثامناً: أذونات الخزينة
120	.	.	.	.	المطلب الثاني: سوق رأس المال
121	.	.	.	.	أولاً: السوق الأولية

121	.	.	.	.	.	.	ثانيا: السوق الثانوية
123	.	.	.	.	.	.	ثالثا: أدوات الملكية والمديونية ومستجداهما .
134	.	.	.	.	.	.	رابعا: المفاهيم الأساسية للاستثمار بالمشتقات
140	.	.	.	.	.	.	المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية .
140	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: كفاءة السوق المالي .</u>
140	.	.	.	.	.	.	أولا: مفهوم وركائز كفاءة السوق المالي .
141	.	.	.	.	.	.	ثانيا: أنواع كفاءة سوق المال
142	.	.	.	.	.	.	ثالثا: مستويات الكفاءة في سوق المال
143	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: ماهية مؤشرات البورصة</u>
143	.	.	.	.	.	.	أولا: تعاريف مؤشرات البورصة .
145	.	.	.	.	.	.	ثانيا: أهمية إعداد وتصميم مؤشرات سوق المال
151	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: المحفظة المالية</u>
152	.	.	.	.	.	.	أولا: ماهية المحفظة المالية .
155	.	.	.	.	.	.	ثانيا: السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية
156	.	.	.	.	.	.	ثالثا: أوجه الاختلاف والاتفاق بين المحافظ المالية وصناديق الاستثمار .
158	.	.	.	.	.	.	خاتمة الفصل الثاني
159	.	.	.	.	.	.	<u>الفصل الثالث: الجوانب النظرية والفنية في صناديق الاستثمار</u>
160	.	.	.	.	.	.	مقدمة الفصل الثالث
161	.	.	.	.	.	.	المبحث الأول: الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار
161	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي</u>
161	.	.	.	.	.	.	أولا: نشأة صناديق الاستثمار الدولية
163	.	.	.	.	.	.	ثانيا: نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية
163	.	.	.	.	.	.	ثالثا: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية
165	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار</u>
165	.	.	.	.	.	.	أولا: الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار
165	.	.	.	.	.	.	ثانيا: مفهوم صناديق الاستثمار
169	.	.	.	.	.	.	ثالثا: التعريف الراجح
170	.	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار</u>
170	.	.	.	.	.	.	أولا: بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية

171	.	.	.	.	.	ثانيا: بالنسبة للمستثمرين الأفراد .
172	.	.	.	.	.	ثالثا: استفادة البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار
173	.	.	.	.	.	رابعا: بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية .
173	.	.	.	.	.	<u>المطلب الرابع: خصائص صناديق الاستثمار.</u>
174	.	.	.	.	.	أولا: الإدارة المتخصصة .
174	.	.	.	.	.	ثانيا: صناديق الاستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية .
174	.	.	.	.	.	ثالثا: الملكية المشتركة لأموال الصندوق .
176	.	.	.	.	.	المبحث الثاني: أهمية وأهداف ومزايا صناديق الاستثمار
176	.	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: أهمية صناديق الاستثمار</u>
178	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: أهداف صناديق الاستثمار</u>
179	.	.	.	.	.	أولا: الأهداف العامة لصناديق الاستثمار .
181	.	.	.	.	.	ثانيا: الأهداف الخاصة لصناديق الاستثمار .
181	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: مزايا وعيوب صناديق الاستثمار</u>
181	.	.	.	.	.	أولا: مزايا صناديق الاستثمار .
184	.	.	.	.	.	ثانيا: عيوب صناديق الاستثمار .
187	.	.	.	.	.	المبحث الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وعمليات الإدارة
187	.	.	.	.	.	<u>المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار وفقا للجهة المنشأة لها</u>
187	.	.	.	.	.	أولا: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة .
190	.	.	.	.	.	ثانيا: صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة .
192	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار وفقا لمكونات محفظة الأوراق المالية</u>
192	.	.	.	.	.	أولا: الصناديق ذات النوعية الواحدة .
195	.	.	.	.	.	ثانيا: الصناديق المتوازنة .
195	.	.	.	.	.	ثالثا: صناديق الاستثمار المتخصصة.
196	.	.	.	.	.	رابعا: صناديق الاستثمار الإسلامية.
197	.	.	.	.	.	خامسا: صناديق سندات المحلية .
197	.	.	.	.	.	<u>المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة</u>
198	.	.	.	.	.	أولا: صناديق النمو .
198	.	.	.	.	.	ثانيا: صناديق استثمار الدخل .
198	.	.	.	.	.	ثالثا: صناديق الدخل والنمو .

- 228 . الفصل الرابع : دراسة تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها بالجزائر
- 229 مقدمة الفصل الرابع
- 230 المبحث الأول : الملامح الرئيسية لسوق الأوراق المالية في مصر
- 230 المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر
- 231 أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية في مصر
- 232 ثانياً: تطور سوق الأوراق المالية في مصر
- 240 المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهيئته العامة
- 241 أولاً: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر
- 243 ثانياً: الأوراق المالية في البورصة المصرية
- 245 ثالثاً: مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر
- 246 رابعاً: الهيئة العامة لسوق المال في مصر
- 250 المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية"
- 251 المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في مصر وخصائصها
- 251 أولاً: نشأة صناديق الاستثمار في مصر
- 251 ثانياً: مفهوم صناديق الاستثمار
- 252 ثالثاً: الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار في مصر
- 252 المطلب الثاني: الصفات المميزة والضوابط العامة لصناديق الاستثمار والرقابة عليها
- 252 أولاً: الصفات المميزة لصناديق الاستثمار
- 255 ثانياً: الضوابط العامة لصناديق الاستثمار
- 257 المطلب الثالث - أداء شركات الوساطة الاستثمارية والرقابة عليها
- 257 أولاً: ماهية مدير الاستثمار
- 261 ثانياً: آلية عمل مدير الاستثمار
- 264 ثالثاً: الرقابة على شركات الوساطة "مدير الاستثمار"
- 268 المطلب الرابع - أنواع صناديق الاستثمار في مصر
- 268 أولاً: صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين
- 270 ثانياً: صناديق الاستثمار المباشر
- 270 ثالثاً: صناديق استثمار الشركات "شركات المساهمة"
- 276 المبحث الثالث: أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات البسيطة في مصر
- 276 المطلب الأول: أسلوب تقييم أداء الصناديق وفقاً لنموذج العائد على الأموال المستثمرة

1- قائمة الجداول

07	الأصناف الأساسية للاذخار الخام والاستثمار الخام	1/01
106	أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	2/01
111	فترة المقاصة لبعض الدول	2/02
140	المقارنة بين السند و السهم	2/03
150	معاملات الإرتباط بين أسواق الأوراق المالية العالمية وبين مؤشرستاندر أند بور 500 للفترة 2005-2010.	2/04
151	مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة	2/05
199	بيانات صندوق الاستثمار الأول للبنك المصري الخليجي	3/01
224	الفئة العمرية 20-40 تستثمر في صناديق استثمار هجومية	3/02
224	الفئة العمرية 40-50 تستثمر في صناديق معتدلة متحفظة	3/03
224	الفئة العمرية 50 تستثمر في صناديق استثمار متحفظة	3/04
225	المتقاعدون يشتركون في صناديق استثمار متحفظة جدا	3/05
232	تطور سوق الأوراق المالية في مصر (1997-2010)	4/01
239	تطور أداء مؤشر EGX30 من سنة 2005-2011	4/02
240	طبيعة المتعاملين في البورصة المصرية من حيث الجنسية	4/03
263	مجموعة من شركات السمسرة الأكثر رواجاً في مصر	4/04
268	إجمالي قيمة الأصول المدارة وصافي ربح مجموعة هيرمس المالية بمصر	4/05
274	مقارنة بين صناديق الاستثمار في مصر وفقاً لقانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992	4/06
277	أكبر أربع صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول من عام 2010	4/07
278	العوائد البسيطة لأقدم ثلاث صناديق في السوق المصرية خلال (1996-2010)	4/08
280	أكبر عشرة صناديق في السوق المصرية من حيث العوائد خلال (2005-2010)	4/09
284	قائمة المركز المالي في 2009/12/31 و 2010/12/31	4/10
285	قائمة المركز المالي في 2009/12/31 و 2010/12/31	4/11
289	يوضح نتائج أداء صندوق استثمار بنك الأهلي المصري الأول باستخدام النسب المثوية في سنتين 2006-2007	4/12

290	قائمة المركز المالي في 2009/12/31 لصندوقين البنك الأهلي المصري	4/13
291	قائمة الدخل عن الفترة المنتهية في 2009/12/31 لصندوقين البنك الأهلي المصري	4/14
294	نتائج المقارنة بين الأداء المالي لصندوقين (تراكمي/دوري) لصندوقين البنك الأهلي المصري	4/15
298	كيفية حساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري	4/16
299	حساب معامل الانحراف المعياري ومعامل بيتا و معامل الارتباط	4/17
299	دراسة المخاطر الكلية والمنتظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة في ظل حالات صعود سوق الأوراق المالية: 2005،2006،2007،2009،2010	4/18
303	صناديق الاستثمار الأكثر نسبة على مؤشر ترينور	4/19
304	صناديق الاستثمار الأقل نسبة على مؤشر ترينور	4/20
307	نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها	4/21
311	نتائج تطبيق مؤشر شارب وفقا لأنواعها	4/22
313	نتائج تطبيق مؤشر شارب على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها	4/23
317	نتائج تطبيق مقياس M^2 على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها	4/24

2 - قائمة الأشكال

44	منحنى الطلب الاستثماري	1/01
51	أنوع الاستثمار	1/02
114	هيكل سوق الأوراق المالية	2/01
120	هيكل سوق رأس المال	2/02
249	هيكل الهيئة العامة لسوق المال في مصر	4/01
281	متوسط العوائد السنوية للصناديق الاستثمارية المصرية	4/02

1- تمهيد

الحمد لله المتصف بصفات الكمال، المنعوت بنعوت الجلال والجمال، رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا ورسولنا الحبيب المصطفى محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين ومن اهتدى بهديه إلى يوم الدين ... وبعد:

أصبحت التنمية الاقتصادية مسألة اجتماعية وسياسية تحتل مكانا بارزا في الأمور العالمية منذ انتهاء الحرب العالمية الثانية، بعدما كان اهتمام البلدان المتطورة ينصب على التغيرات المرسومة، إما لتحسين إمكانية الوصول للموارد الطبيعية في البلدان النامية وإما لإدخال بعض الخصائص المنهجية لعملية التحضر. بما في ذلك توفير بعض الخدمات الأساسية. ولكن اليوم غدت دراسة التنمية الاقتصادية ومشاكلها تحتل مركزا الصادرة في دراسة الفكر الاقتصادي العالمي. وبحصول غالبية الدول النامية على استقلالها، بدأ الانشغال بقضية التنمية وكأها أكثر القضايا إثارة للجدل وموضوعا للاهتمام. فلقد وجدت هذه الدول نفسها في مواجهة تحديات صعبة، فبعضها يتصل بالنظام الدولي الجديد، والبعض الآخر يتعلق بطبيعة البناءات الاجتماعية التي ورثتها من القوى الاستعمارية، وما زاد من صعوبة هذا الموقف هو وجود تفاوت اقتصادي واجتماعي بين الدول النامية من ناحية وبينها وبين الدول المتقدمة من ناحية أخرى.

تواجه الدول العديد من المشكلات الاقتصادية من كساد وبطالة ونقص مدخرات وكذلك بعض المظاهر الاقتصادية الجديدة على المجتمع مثل حرية انتقال رؤوس الأموال، مما يدعوها إلى الاهتمام بالاقتصاد الوطني الخاص بها والاهتمام بإنعاشه عن طريق شحذ الرغبة في الادخار المحلي، وجمع هذه المدخرات بالصورة السليمة والكميات الكافية والقيام بالاستثمار الجاد لتلك المدخرات وذلك من أجل الوصول إلى الاستغلال الكامل والأمثل لها.

وإذا كان تكوين المدخرات لا يشكل عقبة أمام النمو الاقتصادي إذا ما توافرت فرص التوظيف والاستثمار على أساس القاعدة المعروفة في خلق الائتمان بأن " الودائع تسمح بالإقراض والقروض تخلق الودائع، فكذا الأمر بأن" الادخار يسمح بالاستثمار والاستثمار يخلق الادخار."

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، فهي كمقياس درجة الحرارة. ناهيك عن الدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فقد ثبت بالتجارب العملية أن تلك الأسواق تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. ومما لاشك فيه، أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي الشامل للبلاد. فبدون تلك

الأسواق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية التي تترافق دوماً مع بنية السوق المالي وذلك من خلال وجود مؤسسات وشركات مختصة لاستثمار الأموال، ويرافق قوة السوق قوة تلك الشركات في ابتكار أدوات مالية جديدة تواكب وتطور السوق المالي. ومما لا شك فيه أن شركات استثمار الأموال مهما كان حجمها مهمة جداً في بنية اقتصاد الدولة، حيث تُعد وسيلة لخلق فرص عمل، وتساهم في رفع رفاهية المجتمع من خلال الأموال التي تديرها.

وتعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة "صغار المدخرين" الذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة على التعامل في بورصة الأوراق المالية وزيادة تداولها، كما تتيح صناديق الاستثمار الفرصة أمام صغار المدخرين إلى أسواق المال وإدارة أموالهم عن طريق خبراء الصناديق، مما يكون له الأثر الواضح في تنشيط السوق بجذب مستثمرين جدد، فصناديق الاستثمار تكتسب ثقة المدخرين من خلال إدارة علمية لعملياتها من خلال الاستفادة من إمكانيات التنوع الواسعة في مكونات محفظتها المالية، وهو ما يصعب على الفرد المستثمر القيام به، بالإضافة إلى ذلك فإن المدخر الصغير يمكنه الاستثمار في هذه الصناديق نظراً لأن وثيقة الاستثمار التي يشتريها من الصندوق تكون بمبلغ يلائم إمكانياته، كما أنها تتميز عن غيرها من أدوات سوق الأوراق المالية بتقليل المخاطر من خلال التنوع وسهولة تسهيل قيمة الصكوك عند الحاجة وهي ميزة لا يمكن الاستهانة بها. وهذا ما تم ملاحظته في سوق الأوراق المالية المصري.

إن صناديق الاستثمار في مصر بدأت منذ عهد ليس ببعيد وتعد أحد روافد السياسة الاقتصادية التي تم اتباعها في العقدين الأخيرين، وهي تعد أحد فروع القانون 95 لسنة 1992 "قانون سوق رأس المال" وتعديلاته، لأنه قبل بداية هذا القانون كان الاقتصاد المصري منذ قيام الثورة ومرحلة التمهيد مرورا بمرحلة قوانين يوليو الاشتراكية عام 1961، وحتى بداية أول قانون لاستثمار رأس المال العربي والأجنبي عام 1974، لم يكن هناك أي اهتمام بأدوات سوق المال الحديثة وما يتبعها من مؤسسات تقوم بمساعدة هذه السوق الواعدة، مثل شركات السمسرة في الأوراق المالية وشركات صناديق الاستثمار وشركات مدير الاستثمار وشركات الحفظ المركزي وشركات توريق الديون وخلافه من هذه الشركات. ونجد أنه منذ عام 1995 وحتى الآن تم الاهتمام في مصر بموضوع صناديق الاستثمار خاصة بعد تطبيق سياسة الخصخصة لشركات القطاع العام. ونجد أن عدد صناديق الاستثمار في مصر بدأ على استحياء بثلاث صناديق في نهاية سنة 1994 والآن وصل العدد إلى 74 صندوق استثمار.

ونجد أن صناديق الاستثمار بدأت في مصر والدول الصاعدة مثل شرق آسيا بدرجة نمو أعلى من النمو الذي يحدث في صناديق الاستثمار في الدول الأوروبية وأمريكا. وهذا يرجع إلى أنه بعد الإصلاح الاقتصادي حدث نوع من التراكمات المالية لدى البنوك وشركات التأمين نتيجة انتعاج سياسة اقتصادية شجعت هذا الاتجاه، كما أن هذه الأسواق تعد أسواق واعدة متعطشة لمثل هذه الأدوات والآليات المالية الجديدة. ولذلك نجد أن معدل النمو في هذه الصناديق أعلى من مثيله في الدول الأوروبية وخاصة في الفترة الأولى من إنشاء هذه الصناديق. وتنشيط صناديق الاستثمار كان السبب في تنشيط البورصة المصرية. ومنه هنا أطلب من القائمين على الاقتصاد الجزائري أن يضعوا نصب أعينهم الهدف المحدد في تنشيط بورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال خلق وتطوير الأدوات المالية وتفعيل دور البنوك تجاه سوق رأس المال. وهذا ما تم ملاحظته والوقوف عليه في التجربة المصرية.

2- طرح الإشكالية

المشكل إذا ينحصر أساسا في إيجاد فرص استثمارية من شأنها تكوين الإدخارات اللازمة لتلك الاستثمارات، و هنا تكمن أهمية إيجاد وسائل أكثر تطورا وسرعة في تنشيط سوق الأوراق المالية، وتم باختصار تحديد مشكلة الدراسة من خلال سؤال جوهري وهو:

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.

3- التساؤلات الجزئية:

- هل صناديق الاستثمار تعتبر صانعة الادخار والاستثمار في نفس الوقت؟
- هل صناديق الاستثمار لها دور في تنشيط السوق النقدي في حد ذاته من جهة وتمويل سوق الأوراق المالية من جهة ثانية؟
- ماهي أهداف الصناديق الاستثمارية ومزاياها؟
- ماهي أساليب إدارة صناديق الاستثمار؟ وماهي المؤسسات الداعمة لها؟
- هل صناديق الاستثمار المصرية تعتبر تجربة رائدة يحتذى بها في السوق المالي الجزائري؟
- ماهي البنية الواجب توفرها في الجزائر لإنشاء صناديق استثمارية؟

4- فروض الدراسة

على ضوء الإشكالية المطروحة و ما احتوتها من أسئلة مختلفة، فإني أرى و للإجابة عليها صياغة الفرضيات التالية:

- صناديق الاستثمار يمكن أن تلعب دورا رئيسيا في دعم برنامج الاصلاح الاقتصادي من خلال تمويل الاستثمارات الجديدة وزيادة التمويل الداخلي للمشروعات القائمة.
 - صناديق الاستثمار يمكن أن تلعب دورا أساسيا في تنشيط وتوسيع دور الجهاز المصرفي.
 - صناديق الاستثمار يمكن أن تكون بديلا لشركات توظيف الأموال.
 - صناديق الاستثمار يمكن أن تنشط سوق الأوراق المالية وتخلق وعيا استثماريا جديدا
 - وجود علاقة بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية
 - يمكن زيادة دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمار في جمهورية مصر العربية
 - إمكانية تطبيق تجربة صناديق الاستثمار في مصر على سوق الأوراق المالية في الجزائر
- 5- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة في كونها تقوم بدراسة تحليلية لصناديق الاستثمار من خلال تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه باعتبارها وعاء استثماري جيد له تأثيره في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار عن طريق جذب المدخرات في سوق الأوراق المالية، وإمكانية الاستفادة من تجربة صناديق الاستثمار في مصر وإمكانية تطبيقها في الجزائر تماشيا مع سياسات الإصلاح الاقتصادية والإدارية التي تقوم بها السلطات المعنية، وكون هذه الصناديق تعدا رافدا مهما من روافد التمويل المحلي والتي قد تساهم في مواجهة الاستحقاقات الاقتصادية الكبرى "الشراكة الأوروبية، منظمة التجارة العالمية..." والتي تقف في وجه الجزائر، إذا ما توفرت البيئة القانونية والتشريعية التي تسمح بإقامتها.

6- حدود الدراسة:

تناولت الدراسة كل من :

أ- الحدود المكانية: جمهورية مصر العربية

لأن الدراسة تسعى من أجل التعرف على أهمية صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري وما مدى إمكانية الاستفادة من التجارب السابقة لمصر في المجالين "سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" والتعرف على أوجه القصور الموجودة وكيفية علاجها.

ب- الحدود الزمنية:

أخذت الدراسة الفترة 2005 حتى 2011 لتكون الفترة الزمنية للدراسة، لكن شاب هذه الفترة أزمتين مرت بهم مصر، الأولى أزمة عالمية تمثلت في الأزمة المالية الأمريكية والتي أثرت في البورصة المصرية تأثيرا بالغا في سنة 2008، أما الأزمة الثانية فكانت محلية التي عصفت بالاقتصاد المصري من خلال ثورة

25 يناير 2011 . وبالتالي حتمت علينا الدراسة أن لا نتطرق لسنة 2008 و 2011. وكان تبريرنا لذلك أن الصناديق الاستثمارية المصرية لم تكن جزء من الأزمات. وتأثرت بتأثر كل الاقتصاد المصري.

7- أهداف الدراسة:

- 1- التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها.
- 2- دراسة التجربة المصرية الرائدة والقديمة في سوق الأوراق المالية وذلك للإستفادة منها في التطبيق داخل الجزائر.
- 3- دراسة صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أدائها وتأثيرها على توجيه الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر.
- 4- عرض أنواع صناديق الاستثمار وأهدافها وربطها مع تقاريرها المالية وكيفية تعامل المستثمر معها.
- 5- معرفة الوظائف الاقتصادية والمالية لصناديق الاستثمار عامة وصناديق الاستثمار المتخصصة خاصة.

8- منهج الدراسة:

تتبع الدراسة المنهج الاستقرائي في :

- استقراء تاريخ سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار من الناحية النظرية.
- استقراء تجربة جمهورية مصر العربية لمعرفة نجاح أو إخفاق التجربة والاستفادة منها على البورصة الجزائرية.

وتتبع المنهج التحليلي في :

- تحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية من أجل معرفة مدى نجاحها في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار في جذب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها إلى الاستثمارات الأكثر عمقا وتوسعا.
- تحليل بيانات صناديق الاستثمار المتواجدة في سوق المصرية من خلال دراسة معدلات المخاطرة فيها.

9- سبب إختيار الموضوع:

لاحظت بأن صناديق الاستثمار أضحت هي الرافد الحديث لسوق المال، وهي التي يمكن من خلالها خنق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة، وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً بواكب التغيرات. ويتمثل هذا الدور بخلق صناديق استثمار تجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم باستثمارها في البورصة الجزائرية. وبالتالي تساهم الصناديق في خلق طلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها، كما تساعد البنوك في تطوير محافظها المالية إذ يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة حيث أنها تتولى عمليات الترويج والبيع والشراء، وهو ما يؤدي إلى تنشيط الجهاز المصرفي وزيادة قدرته الاستيعابية على اجتذاب المزيد من الودائع والمدخرات. وخير دليل على ما أقوله التجربة المصرية التي نجحت في اجتذاب الأموال المصرية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، مما ساهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المصري مما كان له الأثر إيجابي على ميزان مدفوعات وعلى الجنيه المصري. رغم أن قدرات الاقتصاد المصري ضعيفة جدا مقارنة بقدرات الاقتصاد الجزائري.

10- محتويات الدراسة:

وهي موضوع الدراسة، وهي في أبسط تعريف لها بأنها "سلة" تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات، يتم شراؤها من قبل مجموعة من كبار المستثمرين وصغارهم، ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات، وتحصل صناديق الاستثمار على الأرضية التي تحتاجها في مباشرة أعمالها عن طريق تجميع الأرصدة المتاحة لصغار المستثمرين، مقابل حصولهم على وثائق تصدرها هذه الصناديق وتستخدم الأرصدة المجمعة في شراء الأوراق بكميات كبيرة مما يجعل تكلفة الصفقات صغيرة نسبياً، كما أن صندوق الاستثمار ينوع من محافظته المالية أيضاً.

ومن خلال الصندوق يستطيع صغار المدخرين أن يتحولوا لمستثمرين بشرائهم ووثائق الصندوق والتي تمثل حصة شائعة في أصول الصندوق والتي تتكون أساساً من محافظته المالية المتنوعة.

لذلك تقوم الدراسة على صناديق الاستثمار وأهميتها في سوق المال (سوق الادخار أو التمويل) عامة وسوق الأوراق المالية (سوق الاستثمار) خاصة. ولهذا جاء الفصل الأول يتكلم على الجوانب النظرية والفنية للادخار والاستثمار والذي تطرق إلى الملامح الرئيسية في تكوين الادخار والاستثمار. أما الفصل الثاني ف جاء تكملة للأول حيث تطرق إلى الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية والذي يعتبر البيئة الأكثر اتساعاً وعمقاً لجذب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات، لكن هذا الفكر يترجم في أدوات مالية

تساعد وتعد الطريق في استقطاب هذه المدخرات للوصول الى السبيل المنشود، وهو الاستثمار الذي يعتبر العمود الفقري للتنمية والنمو الاقتصادي من خلال اداة مالية ناجعة وجديدة تمثلت في صناديق الاستثمار، هذا ما تطرق له البحث في فصل ثالث مستقل يتكلم عن الجوانب النظرية والفنية في صناديق الاستثمار، أما الفصل الرابع جاء لدراسة التجربة المصرية من خلال هذه الأداة "صناديق الاستثمار" والدور الذي لعبته في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية.

11- الدراسات السابقة:

هنا لا بد من التعرض للبحوث والدراسات ذات الصلة لا سيما المصادر والمراجع من الرسائل الجامعية التي استخدمها أو اطلع عليها الباحث أهمها:

1- دراسة بعنوان: "دور صناديق الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات

السوق (دراسة مقارنة)"¹

تهدف الدراسة إلى التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها. وذلك من خلال وضع عدة فروض واختبار مدى صحتها بالنسبة لموضوع الدراسة، وذلك من خلال تقسيم الدراسة لعدة فصول تتضمن النقاط الرئيسية للموضوع من دراسة للتجارب السابقة في الدول الأخرى، وذلك للاستفادة منها في التطبيق داخل جمهورية مصر العربية ودراسة صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أداؤها وتأثيرها على توجيه الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر، وذلك للوصول إلى النتائج من الدراسة والوقوف على التوصيات اللازمة بناء على تلك النتائج.

وخلصت الدراسة إلى :

- على المستوى النظري تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية وتقوم بدور فعال في زيادة وتوجيه الاستثمارات المتاحة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية ويمكن زيادة ذلك الدور إذا ما تم الاهتمام بها على الناحية التشريعية والضريبية والتسويقية.
- إمكانية الاستفادة من تجربة الولايات المتحدة في سوق الأوراق المالية وفي صناديق الاستثمار خاصة فيما يخص صناديق الاستثمار المتخصصة والمباشرة.
- استخدام نموذج إحصائي لتبيين مدى وجود دور صناديق الاستثمار في التأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية.

¹ - غادة إبراهيم نورالدين، أطروحة دكتوراة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، عام 2007

- العمل على تفعيل دور معدل العائد على الصناديق القائمة يمكن أن يكون له تأثير على انتعاش سوق الأوراق المالية.

2- دراسة بعنوان: "دور صناديق الاستثمار في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي"¹

وقد تعرضت الدراسة لتطور سوق الأوراق المالية ونشأة صناديق الاستثمار في مصر في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي وطرق تقييم أداء صناديق في مصر، كما تعرضت لصناديق الاستثمار في مصر وأنواعها ومزاياها وأشكالها وكيفية إدارة صناديق الاستثمار والرقابة عليها في ضوء المبادئ الرئيسية لصناديق الاستثمار وسياستها المالية. وتعرضت لتجربة صناديق الاستثمار في مصر وأشارت الدراسة إلى تجارب بعض الدول العربية والأجنبية.

وخلصت الرسالة إلى:

- يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دورا رئيسيا في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي من خلال تمويل الاستثمارات الجديدة وإن كان ذلك يحدث في الفترة الزمنية للرسالة بنسب صغيرة نسبيا لصغر حجم الاستثمارات في تلك الصناديق وزيادة انتعاش سوق الأوراق المالية.
- يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دورا رئيسيا في تنشيط وتوسيع دور الجهاز المصرفي من خلال إنشائها لصناديق الاستثمار وتوسيع قاعدة التعامل بها.
- التوقع لصناديق الاستثمار أن تحقق ازدهارا وانتعاشا في المستقبل مما يزيد من فاعليتها وكفاءتها في تحقيق دورها المنشود في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي.

3- دراسة بعنوان: "تقييم سياسات الاستثمار لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية"²

هدفت الدراسة إلى:

البحث في الظاهرة السلبية التي أحاطت بصناديق الاستثمار من انخفاض معدلات العائد المحققة بها ومن انخفاض صافي قيم الأصول وأسعار قيم وثائق الاستثمار عن قيمها الاسمية وإحجام صغار المستثمرين عن الاكتتاب في وثائق جديدة.

وتوصلت الدراسة إلى:

- أن هناك عدد من العوامل المؤثرة على مخاطر صناديق الاستثمار وتمثلت في :
 - صافي قيمة أصول الصندوق
 - المصروفات كنسبة من صافي قيمة أصول الصندوق

¹ - هالة فتحي، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، عام 2000

² - حسن محمد محمد حافظ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2000

- الهدف الاستثماري للصندوق

- عدم وجود علاقة بين مخاطر الصندوق وكون الصندوق مفتوح أو مغلق.

4- دراسة بعنوان : "نموذج محاسبي مقترح لتقييم أداء صناديق الاستثمار بالبنوك التجارية بالمملكة العربية السعودية"¹.

وقد تعرضت الدراسة إلى:

- صناديق الاستثمار ونشأتها وأهميتها بصفة عامة

- وقد اقتصرَت الدراسة على صناديق الاستثمار التي تقوم بها البنوك التجارية في المملكة العربية السعودية.

- كما تعرضت لصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وأهميتها بالنسبة للاقتصاد السعودي ولأهمية نوعية المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي بأهميتها.

وهدفت الدراسة إلى :

- تقييم أداء صناديق الاستثمار عن طريق نموذج محاسبي مقترح يتضمن المتغيرات الأساسية لتقييم

أداء صناديق الاستثمار في البنوك التجارية بصفة عامة وفي المملكة العربية السعودية بصفة خاصة.

- وقد أظهر التحليل الإحصائي الذي قام به الباحث أنه لا يوجد اختلاف جوهري بين مناطق

الاستثمار التي تزاوَل الصناديق السعودية نشاطها فيها (السعودية-أوربا-...) إلا أنه يجب الأخذ بالعوامل الأخرى-غير الجغرافيا- في الاعتبار مثل الاستقرار الاقتصادي والسياسي.

- كما أظهرت ضرورة المفاضلة بين أنشطة ومجالات الاستثمار المختلفة والتي تعمل فيها صناديق

الاستثمار السعودية قبل الدخول فيها كمستثمر بشكل عام، وأن أفضل نشاط يمكن اختياره هو نشاط الأسهم.

5- دراسة بعنوان : " أثر التنوع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية"².

هدفت الدراسة إلى تقديم مجموعة من التوصيات المتعلقة بمستوى التنوع في تشكيلات الأوراق المالية

التي يتكون منها الصندوق، بهدف تحقيق أقصى استفادة ممكنة من التنوع في تحقيق أعلى عوائد على الاستثمار عند أدنى مستوى ممكن من المخاطر للمستثمر.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

¹ - سامي أحمد صالح بخاري، رسالة دكتوراه في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2000

² - وهيبه رائد عبد الرحمن، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005

كان للتنوع تأثيراً جوهرياً إيجابياً على الأداء المالي لصناديق الاستثمار على مستوى مجمل الصناديق ومستوى كل من الصناديق ذات مستوى التنوع المرتفع والمتوسط، وتأثيراً سلبياً على مستوى الصناديق ذات مستوى التنوع المنخفض، في حين تباينت طبيعة التأثير على مستوى كل صندوق على حدى.

6- دراسة بعنوان: "صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها - دراسة فقهية قانونية"¹

تناول البحث موضوع الصناديق الاستثمارية الإسلامية باعتبارها أحد الأدوات الاقتصادية الجديدة، والأحكام الفقهية المتعلقة بها، وتلخص فكرة صناديق الاستثمار في قيام عدد من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنها تحقيقها منفردين فهي صورة من صور الاستثمار الإجتماعي الذي تنظمه قوانين ولوائح صادرة من قبل جهات الإشراف في الدولة، كما يناقش البحث التكيف الشرعي للصناديق الاستثمارية ويبين قدرة الإسلام على إيجاد الحلول المناسبة للمشاكل الاقتصادية التي تتعرض لها الأمة، كما ركز البحث على الرقابة الشرعية والقانونية على الصناديق الاستثمارية، وحث القائمين على إدارة الصناديق على الالتزام بأحكام الشريعة وعدم مخالفتها، وضرورة تطوير عمل هيئات الرقابة، كما حث على ضرورة أن تقوم الدولة بتنظيم مهنة الرقابة الشرعية عن طريق فرض نظم الودائع على كل من يتولى مثل هذه المسؤولية.

7- دراسة بعنوان: "صناديق الاستثمار بين النظرية والتطبيق"².

تظهر أهمية هذه الدراسة في وضعها لنموذج مقترح لصناديق الاستثمار في المصارف الإسلامية يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تتبناه المصارف لجذب صغار المدخرين فضلاً عن كبارهم واستثمار هذه الأموال، علاوة على جزء من أموالها في الأوراق المالية، وغيرها من مجالات الاستثمار الأخرى بكفاءة وفعالية ولآجال قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى تحقيق رغبتها في الجمع بين الربحية، والسيولة، والأمان، والمساهمة في استيعاب ظاهرة التمويل الأجل وتحقيق أهدافها التنموية المأمولة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي.

إن صناديق الاستثمار المصرية-على الرغم من ظهور العديد من الدراسات عنها-تحتاج العديد من الدراسات الأخرى نظراً للأهمية التي تمثلها هذه الصناديق في إمكانية تنشيط سوق المال وتطويرها، فضلاً عن ذلك تعاني معظم الدراسات السابقة في مجال دراسة صناديق الاستثمار من القصور في بعض جوانبها، ولا سيما من ناحية فترة الدراسة. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى المساهمة في إغناء الموضوع، وتقديم العون لكل من الأكاديميين والمستثمرين على حد سواء.

¹ - عصام حلف العزري، أطروحة دكتوراة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن، 2004

² - أشرف محمد دواية، رسالة ماجستير، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، 2004

معظم الدراسات السابقة كانت تحاول تقييم التجربة المصرية لصناديق الاستثمار من خلال قياس العلاقة بين اسعار وثائق صناديق الاستثمار ومؤشرات سوق المال المصري السائدة، وتقييم سياسات الاستثمار التي يضعها مديريين الاستثمار لصناديق الاستثمار وتأثير التنوع على الاداء المالي لصناديق الاستثمار، والبعض الآخر تناول الصناديق الاسلامية باعتبارها نوع من انواع صناديق الاستثمار، اما دراستنا والتي هي تحت عنوان "صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر" فهي تختلف عن الدراسات السابقة كونها تعد محاولة للتعرف وتقييم صناديق الاستثمار من خلال التجربة المصرية ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشياً مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري .

مقدمة الفصل:

ان تحقيق التنمية الاقتصادية يتوقف بشكل رئيسي على مدى قدرة الاقتصاد الوطني من توفير الموارد المالية الكافية والضرورية في الوقت المناسب وبالمقدار الملائم لتمويل الاستثمار بشكل دائم ومستمر، ذلك أن الانطلاق للتقدم يتطلب أن يجد المجتمع طريقا لاستخدام موارده الخاصة استخداما فعالا. والواقع أن القوى التي تؤثر في بعضها البعض والتي تعمل مجتمعة على بقاء الدول النامية في حالة من التخلف الاقتصادي هي ذات وجهين: عرض رؤوس الأموال، وطلب رؤوس الأموال. كما يمكن القول بصفة عامة أن عرض رؤوس الأموال يتوقف على الرغبة في الادخار مع القدرة عليه، بينما طلب رؤوس الأموال يتوقف على الحافز على الاستثمار. فالبنسبة لعرض رؤوس الأموال نجد أن الدول النامية تتميز بعدم كفاية المدخرات اللازمة لتنفيذ البرامج الاستثمارية المستهدفة، مما يخلق ما يسمى بفجوة الموارد، وتتسع هذه الفجوة كلما زاد حجم الاستثمار المحلي. وبذلك تضطر الدول اللجوء إلى وسائل التمويل الخارجي.

وتعد قضية الادخار من أهم القضايا التي ركز عليها الفكر الاقتصادي كركيزة من ركائز التنمية الاقتصادية، فقد ارجع حل الاقتصاديين بأن الفقر الذي تعاني منه البلدان النامية إلى عدم قدرة الأفراد على الادخار، مما يعني انخفاض عرض رأس المال وانخفاض معدل النمو الاقتصادي¹. كما نعلم من خلال الفكر الاقتصادي بأن التوازن بين الادخار والاستثمار "التوازن في سوق السلع والخدمات" هو أحد المتطلبات الرئيسية لتحقيق التوازن الكلي للاقتصاد وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

وانطلاقا من الأهمية البارزة التي تحتلها المدخرات الوطنية في تحقيق النمو الاقتصادي، يتضح مدى أهمية التزام الدول بسياسة ادخارية سليمة، وهذا كذلك مرهون بتوفير هيكل مالي سليم وفلسفة مصرفية واضحة ذات فاعلية في جذب الأموال الطليقة في الاقتصاد وتوجيهها بشكل ائتمانات وفقا لحاجات الاقتصاد.

وفيما يلي سيتم تناول أهم النقاط التي ذكرت في موضوع الادخار والاستثمار من خلال المباحث

التالية:

المبحث الأول: ماهية الادخار ومعانيه

المبحث الثاني: أنواع ومحددات الادخار

المبحث الثالث: ماهية وتاريخ الفكر الاقتصادي للاستثمار

المبحث الرابع: مجالات ومحددات الاستثمار وأدواته

¹ - رمزي زكي، مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية، لدار القومية للطباعة والنشر، ط1، القاهرة، 1966، ص: 24

المبحث الأول: ماهية الادخار ومعانيه

الادخار ظاهرة قديمة قدم إدراك الإنسان لضرورة الأخذ من وقت الرخاء لوقت الشدة، وقد ضرب الله لنا مثلاً في كيفية تنظيم موارد البلاد والاستعانة بالرخاء على الشدة على لسان نبيه يوسف قال تعالى: "قال تزرعون سبع سنين دأباً فما حصدتم فذروه في سنبله إلا قليلاً مما تأكلون" (يوسف: 47).

ومن هنا تعد المدخرات المحلية أمراً ضرورياً وحيوياً لتحقيق معدل نمو اقتصادي مناسب ومقبول. وقد بحثت العديد من الدراسات أهمية تحقيق معدل ادخار مرتفع كمحدد أساسي للنمو الاقتصادي، وأكدت دور وأهمية تحقيق معدلات مرتفعة من الادخار المحلي لتمويل التكوين الرأسمالي اللازم لعملية التنمية خصوصاً. وسوف نتناول في هذا المبحث المطالب التالية:

المطلب الأول: عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالادخار

المطلب الثاني: الادخار في الاقتصاد الإسلامي وفي النظريات الاقتصادية الوضعية

المطلب الأول : : عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالادخار

يظل تحديد المصطلحات العلمية تحديداً علمياً دقيقاً مطلباً أساسياً، ومدخلاً رجباً لإصدار أي حكم أو اتخاذ أي موقف تجاهها، وبقدر ما يتحدد معنى المصطلح ويتضح، يتحدد حكمه وموقعه إما قبولاً أو رداً، وبالنظر في عالم المصطلحات نجد أن بعضاً منها يتميز بالوضوح والظهور، وبالتالي، فإنها لا تحتاج إلى كبير عناء في تحدي حكمها وموقعها. وثمة مصطلحات أخرى تتسم بشيء من الغموض والإبهام، مما يصيرها مسرحاً لتعدد وجهات النظر عند إصدار الحكم عليها.

أولاً: الادخار لغة:

بالرجوع إلى المعاجم والقواميس اللغوية نجد أن الادخار مصدر لفعل ادَّخَرَ الشيء إذا اختاره، أو اتخذته، أو حَبَّأه وأعدَّه لوقت حاجته، ومنه قولهم: دَخَرَ لنفسه حديثاً حسناً إذا أبقاه، ويقال: ما يذخر فلان منك نصحاً، أي: لا يبقى شيئاً من النصح إلا وأدَّاه إليك¹.

وعليه، فالادخار في اللغة يعني: الاحتفاظ بشيء أي شيء وتخبئته لوقت الحاجة، وكل ما يقيه المرء لنفسه لوقت الحاجة يسمى مدَّخراً، وقد ورد بهذا المعنى في حديث أم المؤمنين عائشة -رضي الله عنها-

¹ - ماهر حامد الحولي، استثمار المدخرات في الاسلام، ندوة التأمين والمعاشات في فلسطين "واقع وآفاق، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين،

عندما قالت: "كان رسول الله (ص) يدّخر لأهله قوت سنة"¹. فالمراد بالادّخار في هذا الأثر إبقاء المرء شيئاً لنفسه قصد الانتفاع به وقت الحاجة، وهذا المعنى جلي لادخار القوت لغدٍ.

ثانياً- تعريف الادخار اصطلاحاً:

بالرجوع إلى المعاجم والموسوعات الاقتصادية الحديثة نجد أن هنالك جملة من التعريفات الاصطلاحية لمصطلح الادخار، وليس هناك تعريف بعينه متفق عليه ولذلك، أدى بنا سرد بعض التعريفات وتحليلها، فنقدتها، ثم اختيار ما نراه أكثر تحديداً للمعنى الادخار.

أ- تعريف موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية:

"الادخار: عدم إنفاق الدخل على الاستهلاك"²

إن هذا التعريف يرى أن الادخار ليس اقتطاعاً لجزء من الدخل، وإنما هو امتناع عن إنفاق كل الدخل على الاستهلاك، وليس من شرط الادخار أن يأخذ المال المدخر طريقه إلى مؤسسة استثمارية، وبالتالي، فإنه يدخل في الادخار ما يحتفظ به المرء في بيته، وما يضعه في البنوك المالية للإيداع أو الاستثمار.

ب- تعريف الموسوعة العلمية العملية للبنوك الإسلامية:

"الادخار بمعناه الخاص ينصب على الدخول النقدية، ويعني تأجيل الإنفاق العاجل إلى إنفاق آجل على أن يأخذ المال طريقه في فترة التأجيل إلى مؤسسة مالية تتولى إدارة واستخدام هذه المدخرات"³.

إن هذا التعريف يركز على ضرورة التمييز بين الادخار والاكتناز والاحتكار، ولذا فإنه يرى أن الادخار عملية مبنها امتناع الفرد عن إنفاق كل دخله في الوقت الجاري قصد إنفاقه مستقبلاً، ولكن لا بد للمال المدخر أثناء ذلك أن يشق طريقه إلى مؤسسة مالية لكي تتولى استثماره واستخدامه. وهذا القيد مميز للادخار عن الاكتناز الذي يدفع فيه بالمال المكتنز إلى مؤسسة استثمارية، وإنما يظل المال مطلقاً تحت رعاية صاحبه بعيداً عن مجالات الاستثمار والاستخدام⁴.

ج- تعريف مجلة البنوك الإسلامية:

"الادخار اقتطاع جزء من الدخل بشرط أن يأخذ طريقه إلى الاستثمار"⁵

بالنظر في هذا التعريف، نجد أنه تعريف يتميز عن التعريفين السابقين، وهو اشتراط دفع المال إلى مؤسسة مالية استثمارية لكي تستثمره، وتستخدمه مطلقاً. كما يتميز باعتبار الادخار اقتطاعاً لجزء من

¹ - قطب مصطفى سانو، المدخرات "أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، دار الفنايس، عمان، ط1، 2001، ص: 17

² - عبد العزيز هيكل فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، د.ط 1986، ص: 760

³ - الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ط1، 1982، ص: 09

⁴ - قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، ص: 18

⁵ - المرجع أعلاه، ص: 19

الدخل وليس كل الدخل، ويترتب على ذلك أن المدخر في منظور هذا التعريف لا يمتنع عن الاستهلاك كلياً، بل يستهلك الجزء الذي لا يذهب للادخار، كما يشير التعريف إلى اعتبار عملية الادخار اختيارية، حيث إن الشخص يعتمد بمطلق إرادته إلى اقتطاع جزء أو الامتناع عن الاستهلاك جزء من دخله بغية دفعه إلى الاستثمار مستقبلاً.

د- تعريف موسوعة المورد:

"الادخار اقتطاع جزء من الدخل الجاري بغية استخدامه وقت الحاجة"¹

لقد عني هذا التعريف بتقرير القول بكون الادخار عملية اختيارية يقوم بها الفرد بحيث يقتطع جزء من دخله، ويمتنع عن إنفاقه على الاستهلاك قصد التصرف في ذلك الجزء وقت الحاجة. وبناءً على هذا فإنه يمكن القول بأن لا ادخار بلا دخل، فمن لم يكن صاحب دخل مستقر فإنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل تمكنه من ادخار شيء، وأضف إلى أن المال المدخر ليس بالضرورة أن يأخذ طريقه إلى الاستثمار وإنما يحتفظ به المدخر بغية الانتفاع به وقت الحاجة.

وعلى العموم، تعتبر هذه التعريفات التي أوردناها أهم تعريفات الادخار التي وقفنا عليها، ولئن جاز لنا أن نختار منها تعريفاً، فإننا سنلوذ باختيار تعريف مجلة البنوك الإسلامية، وذلك لما يتسم به من دقة ووجاهة وسداد وشمولية، فضلاً عن سلامته من كثير من المآخذ والملاحظات التي أشرنا إلى بعضها في التعريفات السابقة.

ثالثاً- تعريف المدخرات:

تجمع الدراسات والأبحاث الاقتصادية على أن غالبية الأفراد الطبيعيين والاعتباريين يقومون بعد حد معين من الدخل بعدم إنفاقه كله على الاستهلاك. أي يقومون بإنفاق جزء واستبعاد جزء آخر لا ينفقونه وهو ما يعرف بالادخار.²

ويمكن إعطاء مجموعة من التعاريف له تتمثل في:

أ- يمكن تعريف الادخار على أنه تجنب جزء من مقتنيات الفرد مع المحافظة عليه لوقت الحاجة، وهو عملية يمارسها الفرد في الحاضر من أجل تحقيق أهداف آجلة مرغوب فيها، ومنها تأمين الفرد على نفسه أي أنه وسيلة للاحتياط. وهنا يعتمد الادخار على التدبير والتفكير الواقعي المنظم عند إنفاق الفرد

¹ - منير البعلبكي، موسوعة المورد، دار العلم للملايين، بيروت، ط1، 1983، ص: 215

² - بظاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 172

لماله مع التحكم في تصرفاته، والمراد من ذلك أنه لا يتم بدون تنظيم، وهنا يجب القول أن الاكتناز يعد تصرف خارج الدائرة المالية والمصرفية مما يجعل المال راكدا لا ينتفع به.¹

ب- إن المحاسبة الوطنية تتحدث عن مفهومين للادخار، الادخار الصافي والادخار الخام. فيما يخص الادخار الصافي فإن الأفراد يدخرون عندما تكون دخولهم الشخصية بعد اقتطاع الضريبة أعلى من نفقاتهم الشخصية، الشركات تدخر وذلك عندما تقوم بحفظ الأرباح، والإدارات العمومية (الدولة) تدخر عندما تفوق إيراداتها الجارية نفقاتها الجارية. أما الادخار الخام فهو الادخار الصافي، مضافا إليه مؤونات الاهتلاك التي تغطي استعمال الأصول الحقيقية والتي ترمي إلى تعويضها مستقبلا.²

ج- إن الادخار الوطني الخام هو مصدر الزيادات في مخزون الأصول الثابتة بما فيها الاستثمار في السكن، واستثمارات الشركات في المخزون في المصنع وفي التجهيزات. حيث في الواقع الادخار الخام في المجموع الاقتصادي يساوي الاستثمار الخام، مع الإتيان المباشر لبعض الأجزاء من المبالغ المنفقة على هذه الاستثمارات خلال فترة ما من المدخرين الذين يشترون الأصول الحقيقية. عادة الجزء الهام يتم قرضه من السوق لمدخرين آخرين، سواءا مباشرة أو بصفة غير مباشرة بواسطة المؤسسات المالية.³

إن الحسابات التي توضح العمليات المالية تبين القنوات التي بواسطتها يتحول الادخار الإجمالي أو الخام إلى استثمار خام، بما في ذلك قناة الوسطاء الماليين.⁴

إن الجدول التالي يوضح الأصناف الأساسية للادخار الخام والاستثمار الخام واللذين يوجدان في جانب الدخل وفي جانب المنتج في الحسابات الوطنية.

¹ - وليد عبدا لرحمن، الادخار الاجباري ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة، أطروحة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 1982، ص: 10-9

² - حوري عمر، الجباية، الادخار، والتنمية مع التطرق إلى حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص: 46

³ - Christian Romain, 24 Mots clés de l'économie et de la gestion (France : édition maxi-livre, 2004), p :52.

⁴ - F.Guyots, Eléments de Macroéconomie (Paris:édition Tethnip, 1979), p :47.

الجدول رقم (01/01)

الأصناف الأساسية للادخار الخام والاستثمار الخام

الادخار الخام	الاستثمار الخام
- ادخار العائلات - أرباح الشركات (غير موزعة) - فائض أو عجز (+) الدولة - مؤونات لإهتلاك رأس المال	- الاستثمار الداخلي الخاص - مصانع و تجهيزات - سكنات - مخزونات الشركات - الاستثمار الخارجي الصافي
الادخار الخام الإجمالي	الاستثمار الخام الإجمالي

المصدر: حوري عمر، الجباية، مرجع سبق ذكره، ص:47

وعلى العموم، إذا ما نظرنا في هذا التعريف نجد أن هنالك ثلاثة عناصر رئيسية تتكون منها عملية الادخار وهي:

1- **الدخل:** لكي يكون هناك ادخار فلا بد من وجود أي دخل، سواء كان صغيراً أم كبيراً و لا يمكن للشخص فرداً أو جماعة أو دولة يدخر شيئاً إذا لم يكن له دخل جار لأنه منه يقتطع ذلك الجزء الذي يكون منه مدخراً¹.

2- **الانتفاع:** هذا عنصر آخر مهم في عملية الادخار، ذلك لأن اقتطاع جزء من الدخل ليس بغية في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة إلى غاية أسمى وهي الانتفاع من ذلك الجزء مستقبلاً، واستخدامه في مواجهة مخاطر ومشاكل مستقبلية لا يعرف مداها وحدودها أحد سوى الله جل جلاله².

3- **الاستثمار:** وهذا هو العنصر الثالث ويمكن اعتباره ركناً من أركان عملية الادخار التي لا بد لها من أن يتوافر فيها هذا الركن، و يصبح إطلاق لفظ الادخار على عملية الادخار ما لم تؤد إلى استثمار للجزء المقتطع، ويمكن أن يكون هذا العنصر أيضاً شرطاً من شروط ما يسمى بالادخار الإيجابي³.

¹ - Christian Romain, Op.cit , p:52.

² - رياض إسماعيل، الادخار في المجتمع الاشتراكي، دار الجامعات المصرية، د.ط، 1982، ص:27.

³ - صقر احمد صقر، النظرية الاقتصادية الكلية، وكالة المطبوعات، الكويت، د.ط، 1983، ص:51.

رابعاً: الفرق بين الادخار والاكتناز

بالنظر في حقيقة كل من الادخار والاكتناز نجد أن للادخار دوراً غير منكور في تنشيط حركة النشاط الاستثماري في المجتمعات، وذلك لأن الجزء الذي يقتطع من الدخل لا يحتفظ به احتفاظاً مجرداً، ولا يحجب عن أوجه الاستثمار، وإنما يدفع نحو الاستثمار بشكل مباشر وغير مباشر، الأمر الذي ينشط الاستثمار، ويوفر لقطاع عريض في المجتمع فرص العمل والارتزاق¹.

وأما الاكتناز، فإن له دوراً مهماً في القضاء على التنمية والتقدم في المجتمعات، وذلك لما يترتب عليه من احتفاظ وحجب للثروة عن أوجه الاستثمار والتنمية، إذ إن حبس الثروة عن التداول يؤدي إلى نشوء البطالة الانكماشية التي تعني زيادة عدد العمال عن عدد الأعمال الموجودة، وبالتالي، فإن المجتمع سيشهد انتشاراً لأجواء الفساد الخلقي والسياسي والاقتصادي والأمني².

إن الاكتناز يفترق عن الادخار في كونه احتفاظاً بالثروة كلها وحجباً لها عن أوجه الاستثمار مطلقاً، بينما الادخار لا يعدو أن يكون اقتطاعاً لجزء من الدخل بغية الانتفاع به وقت الحاجة، ودفع ذلك الجزء المقتطع إلى أوجه الاستثمار المختلفة بشكل مباشر أو غير مباشر. وبالتالي، فإنه يمكن القول بأن عملية الاكتناز احتفاظ بالثروة، بينما عملية الادخار دفع بالثروة نحو الاستثمار والتنمية³.

وعليه، فيمكننا القول بأن الادخار كيفما كان، فإنه يعتبر مقدمة للاستثمار، فالمال المدخر يجب أن يأخذ سبيله إلى الاستثمار، ولا ادخار صحيحاً ما لم يعقبه استثمار. وأما الاكتناز فإنه قائم على حجب المال المكتنز عن جميع أوجه الاستثمار والتنمية، ولا يمكن أن يكون هناك اكتناز بلا ابتعاد عن الاستثمار.

المطلب الثاني: الادخار في النظريات الاقتصادية والاقتصاد الإسلامي

إن الادخار ميزة فطرية في حياة البشر منذ بدأ الخليقة، دفعتهم إليها طبيعة الحياة وظروفها وتقلباتها ومسؤولياتها، وجاءت الشرائع السماوية بتعاليمها تحث على هذه الفضيلة وترسي جذورها في نفوسهم من خلال الدعوة إلى الاعتدال والاقتصاد في الإنفاق.

أولاً - الادخار في الاقتصاد الإسلامي:

نتبين الادخار من خلال العنوان ما جاء في كتاب الله وسنة رسوله محمد (ص) والتابعين إليه:

¹ - عبدالله الصعدي، الادخار والنمو الاقتصادي: دراسة لمكونات ومحددات الادخار، دار النهضة المصرية، القاهرة، ط1، 1989، ص: 15-16

² - أبو بكر الصديق عمر متولي وآخرون، اقتصاد النقود في إطار الفكر الإسلامي، مكتبة وهبة للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 1983، ص: 41

³ - قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، ص: 27-29

أ- كلما تحدث المتحدثون عن الادخار في الشرائع السابقة، فإن قصة يوسف عليه السلام- من أولى القصص التي تتبادر إلى الأذهان، ولذلك لما تتميز به تلك القصة من واقعية وكنوز معرفية معينة على حل الأزمات الاقتصادية التي تجتاح الدول والأفراد والجماعات.

إن التأمل في التدابير الاقتصادية التي أشار إليها نبي الله يوسف لقومه نجد أن الادخار قد كان حاضرا في تلك التدابير، بل جل ما أوردناه من حلول للأزمة أنبى على حثه وتأكيد له لقومه على ضرورة استحضارهم الوعي الادخاري الذي بإمكانه أن يضع حدا في المستقبل للمعاناة المرتقبة. وذلك من خلال التأمل في الآيات التي تحدثت عن أهمية الادخار لمواجهة الأزمات والاضطرابات الاقتصادية القادمة، وفي هذا يقول الله جل شأنه " ثم يأتي من بعد ذلك سبع شداد ياكلن ما قدمتم لهن إلا قليلا مما تحصنون" (يوسف:48).

وفي تفسير هذا المقطع من الآية يقول الإمام القرطبي ما نصه " ..ما قدمتم لهن أي ما ادخرتم لأجلهن، وقوله " مما تحصنون" أي تدخرون، وهذا يدل على جواز احتكار الطعام إلى وقت الحاجة..."¹.
ب- ويواصل كتاب الله الكريم في إحاطتنا علما بما كانت عليه الأمة قبل بعث محمد (ص) ببضعة قرون من تمسك بمبدأ الادخار مطلق، فيقول عز من قائل على لسان نبيه عيسى -عليه السلام- لبني إسرائيل الذين كانوا يدخرون بعضا من أموالهم ومحصولاتهم: ".....وأنبئكم بما تاكلون وما تدخرون في بيوتكم إن في ذلك لأية لكم إن كنتم مومنين" (آل عمران: 49).

الشاهد قوله: " وتدخرون"، ووجه الدلالة أن بني إسرائيل كانوا لا يستهلكون كل دخولهم، وإنما كانوا يأكلون بعضا منها، ويحتفظون ببعض آخر منها لمواجهة طوارئ وحوادث المستقبل، وقد كان الادخار عملية تتسم بالسرية والخفاء، ولذلك كان إخبار عيسى إياهم بما يدخرون مما يدل على صدق نبوته. والعبرة التي تستفاد من هذه الآية هي أن الادخار كان أمرا محمودا، بل مطلوبا في هذه الملة، وقد كان الادخار ميزة فيهم، وهذا يعني أن الأمة التي تؤمن برسالات الرسل أولى بسلوك مسلك الادخار في حياتها من غيرها.

ج- الادخار أحد الأمور الهامة التي نبه إليها ديننا الحنيف في تنظيم الحياة الاقتصادية للأفراد والمجتمع بما فيه صلاحه وسعادته، ما رواه سلمة بن الأكوع-رضي الله عنه- قال: قال رسول الله (ص) من ضحى منكم فلا يصبحن بعد ثلاثة وبقي في بيته منه شيء، فلما كان العام المقبل، قالوا يا رسول الله، نفعل كما

¹ - محمد بن أحمد القرطبي، الجامع لأحكام القرآن، مطبعة الباي الحلي، طبعة 1954، ج7، القاهرة، ص: 204

فعلنا العام الماضي - أي لا ندخر شيئاً؟ قال كلوا وأطعموا وادخروا، فإن ذلك العام-أي الماضي- كان بالناس جهداً، فأردت أن تعينوا فيها"¹.

فالشاهد قوله: "ادخروا"، ووجه الدلالة هو أن أمرٌ بالادخار، والأمر المطلق - كما هو مقرر عند عامة أهل العلم بالأصول - يقتضي الوجوب، وبالتالي، فإن الادخار واجب، يثاب فاعله، ويعاقب تاركه بلا عذر.

ما رواه سعد بن أبي وقاص -رضي الله عنه- قال: كان رسول الله (ص) يعودني عام حجة الوداع من وجع اشتد بي، فقلت: إني قد بلغ بي من الوجع، وأنا ذو مال، ولا يرثني إلا ابنة، فأتصدق بثلثي مالي؟ قال: لا. فقلت: بالشرط؟ فقال: لا. ثم قال: الثلث والثلث كبير -أو كثير- إنك أن تذر ورثتك أغنياء خير من أن تذرهم عالة يتكففون الناس، وإنك لن تنفق نفقة تبتغي بها وجه الله إلا أجرت بها حتى ما تجعل في امرأتك. فقلت: يا رسول الله، أخلف بعد أصحابي؟ قال: إنك لا تخلف فتعمل عملاً صالحاً إلا إذا ازددت به درجة ورفعة، ثم لعلك أن تخلف حتى ينتفع بك أقوام، ويضرَّ بك آخرون....." (متفق عليه)²

فالشاهد في هذا الحديث هو أمره (ص) سعداً بأن يدخر ثلثي ماله لورثته، ونهيه إياه أن يتصدق بأكثر من ثلث ماله، ويعتبر هذا دليلاً صريحاً على وجوب الادخار، إذ لو لا أن الادخار واجب لما كان لنهيه (ص) سعداً عن التصديق بأكثر من الثلث.

فقد قال رسول الله: "رحم الله امرأً اكتسب طيباً، وأنفق قصداً، وقدم فضلاً ليوم فقره وحاجته" (متفق عليه).

والادخار هو الاحتفاظ بجزء من الكسب لوقت الحاجة إليه في المستقبل.

ويقوم الادخار في الإسلام على ركنين أساسيين :

الأول: الكسب الطيب الحلال في ضوء قدرات الفرد وطاقاته. قال الرسول (ص) "إن الله تعالى طيب لا يقبل إلا طيباً" (مسلم)

الثاني: الاقتصاد والتدبير في النفقات.

ولقد وضع الإسلام ضوابط للادخار وتتمثل فيما يلي:

- ألا يؤدي الادخار إلى احتكار للسلعة، مما يرفع سعرها على الآخرين فيتضررون به.
- أن لا تكون السلعة من نوع يحتاج إليه الناس، فلا يجوز ادخارها في هذه الحال.
- أن لا يؤدي الادخار إلى ضعف اليقين من رزق غد، فهذا يضر بعقيدة المسلم.

¹ - يحيى النووي، رياض الصالحين-باب الاخلاص وإحضار النية-، الشركة الجزائرية اللبنانية للنشر، الجزائر العاصمة، ط1، 2006، ص: 28

² - المرجع أعلاه، ص: 15

- ألا يؤدي الحرص على الادخار إلى البخل والشح على من تجب عليه نفقتهم، قال "كفى بالمرء إثماً أن يحبس عمن يملك قوته" (حسن: أبوداود).

والجزء الفائض من الكسب بعد الإنفاق يكون المدخر أو المستثمر.

فإذا كان الإسلام قد شجع على الادخار وبين فضيلته فقد حذر من البخل والاكتناز لما فيهما من تعطيل المال وحبسه، وعدم أداء حقوق الله في هذا المال، قال تعالى: "والذين يكتزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم. يوم يحمى عليها في نار جهنم فتكوى بها جباههم وجنوبهم وظهورهم هذا ما كترتم لأنفسكم فذوقوا ما كنتم تكنزون" (التوبة: 34-35).

وعليه، فإننا نصل عند هذه النقطة إلى نهاية حديثنا عن الأدلة الدالة على وجوب الادخار في المنظور الإسلامي، مؤكداً على أن الآيات والأحاديث التي أوردناها هي مرجعنا في هذا المجال.

ثانياً - الادخار في النظريات الاقتصادية الوضعية:

اختلفت المدارس الاقتصادية الفكرية في مواقفها من الادخار، فالكلاسيك اعتقدوا بأن الادخار يتحول أوتوماتيكياً وبشكل كامل إلى استثمار. أما الكييزيون فقد اختلفوا مع الكلاسيك في هذا الجانب وأكدوا أن الادخار قد لا يتحول بالضرورة إلى الاستثمار، كما أكدوا بأن الاستثمار يجب أن لا يتقيد بحجم الادخار المتاح¹.

هذا التطور في مفاهيم الادخار هو نتيجة اختلاف فيها مما استدعى إلى التطرق واستعراض مجموعة من النظريات الاقتصادية قصد إدراك ما بينها من تقاطع وتباين.

1- المدرسة الكلاسيكية:

يعتبر أصحاب هذه المدرسة إبتداءً من آدم سميث^(*)، إلى جون باتيست ساي^(**)، بأن الادخار من العمليات التي يعتمد عليها في الاستهلاك المستقبلي بدل الاستهلاك الحاضر و هم بذلك يأخذون في الاعتبار الممتلكات (الإرث) و مجموع الأصول النقدية و المالية في تكوين الادخار. و يرى التقليديون أن هناك علاقة طردية بين الادخار "عرض رأس المال" وسعر الفائدة، بمعنى وجود علاقة دالية بين تغير سعر الفائدة ومقدار ما يدخره الأفراد من دخل معين، أما من ناحية الطلب على رأس

¹ - مدحت الفريشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2007، ص: 188

^(*) - آدم سميث، (1723-1790)، اقتصادي انجليزي و هو مؤسس علم الاقتصاد، و قد ذاع صوته بعد نشره لكتابه " بحث في طبيعة و أسباب ثروة الأمم " سنة 1776.

^(**) - جون باتيست ساي، (1767-1832)، فرنسي الأصل و قد قام بنشر تعاليم المدرسة التقليدية الانجليزية، من بين مؤلفاته: الاقتصاد السياسي في ستة أجزاء سنة 1830، وله عدة نظريات منها قانون المنافذ.

المال (الاستثمار)، فإن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تخفيض حجم الاستثمار، والعكس صحيح، أي أن هناك علاقة دالية سالبة بين التغير في سعر الفائدة وحجم الاستثمار.

إن الادخار في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو إذن عملية استثمار يترتب عنها بناء طاقة إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم. وبالتالي فإن الكلاسيكيين قد نظروا إلى الادخار على أنه مصدر للاستثمار والعلاقة بينهما علاقة وطيدة¹. ويعتبر آدم سميث (A. Smith) أن الادخار والعمل شرطين ضروريين لإثراء الأمة، ويشاركه في الرأي جميع رواد الفكر الكلاسيكي منهم ديفيد ريكاردو (D. Ricardo)^(*)، وجان باتيست ساي (J. B. Say)^(**).

يستنتج مما سبق: أن الكلاسيك عند تحليلهم للعملية الادخارية لم يفرقوا بين العوامل التي تؤثر في الادخار وتلك التي تؤثر في الاستثمار، ذلك أن الادخار عندهم يساوي الاستثمار وهذه الفرضية التي اعتقد الكلاسيك لها أسبابها، ذلك أن الفئة التي تقوم بالادخار في الفكر الكلاسيكي هي الفئة التي تقوم بالاستثمار (طبقة الملاك أو الطبقة الرأسمالية ذات الميل المنخفض للاستهلاك)، مما يعني عدم وجود فاصل زمني بين تحويل المدخرات إلى استثمارات فعلية، ولأن طبقة العمال (ذات الميل المرتفع للاستهلاك) أجراها مربوط عند حد الكفاف، فإن الطبقة الرأسمالية هي المسؤولة عن أي ادخار يحدث في الاقتصاد الوطني سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني.

حيث أنه من الحقائق المسلم بها اقتصادياً أن الأغنياء يدخرون أكثر من الفقراء وليس فقط على المستوى الغالب ولكن أيضاً كنسبة مئوية من دخلهم، أما الفقراء يكونون غير قادرين على الادخار إطلاقاً. كما أن التقليديون لا يفرقون التفريق الكافي بين عملية الادخار وعملية الاستثمار، كذلك يرون أن الأموال المدخرة لا بد أن تتجه إلى نواحي الاستثمار المختلفة بصورة تلقائية، وهو ما يسمى أحياناً بالاستثمار التلقائي، وهذا التحليل يلخصه الاقتصادي الفرنسي التقليدي ساي بقوله إن العرض يولد الطلب ويعني ذلك أن الدخل لا بد أن ينفق كله، إما في الاستهلاك وإما في الاستثمار، على أساس أن جميع الادخارات لا بد أن تستثمر.

¹ - Mohamed Dowider: L'économie politique, une science sociale, Maspéro, Paris, 1974, p: 182.

(*) - دافيد ريكاردو: (1823-1772) يهودي الأصل هولندي المولد، إنجليزي الجنسية، له النظرية المعروفة باسم قانون الميزة النسبية، ومن أشهر مؤلفاته مبادئ الاقتصاد السياسي والضرائب.

(**) - جون باتيست ساي: (1832-1767) فرنسي الأصل وقد قام بنشر تعاليم المدرسة التقليدية الإنجليزية، ومن بين مؤلفاته الاقتصاد السياسي في ستة أجزاء سنة 1830، وله عدة نظريات منها قانون المنافذ.

2- المدرسة النيوكلاسيكية:

وعلى رأسها فالراس^(*)، الذي يقدر أن امتناع المستهلكين من شراء منتج لا يقلل في شيء من قدرتهم وإنما يرفع من إكتنازهم، ويرى فالراس كذلك أن لكل سعر فائدة محتمل ما يقابله من مدخرات الأفراد، وكذلك ما يقبل الأفراد على استثماره في أصول جديدة وأن سعر الفائدة هو المتغير الذي يعادل بين الادخار الكلي والاستثمار الكلي. أما ألفريد مارشال^(**)، فإنه يرى أن هناك عنصرين مؤثرين في حجم الاحتياطات المرغوبة تتمثل في أهمية كل من الدخل والثروة، ويؤكد على أن سعر الفائدة هو ثمن استخدام رأس المال في السوق وأن هذا السعر يميل إلى التوازن عندما يتعادل الطلب الكلي لرأس المال عند سعر معين مع العرض الكلي لرأس المال في هذا السوق عند نفس السعر.¹

وبذلك فإن الدوافع التي تقود الأعوان إلى الحفاظ على احتياطاتهم بالنقود تتمثل في أن حيازتهم الكبيرة للنقود تجعل أعمالهم أكثر سهولة ويسر وتعطي لهم فرصة للتجارة، وأن الذي لا يمكنه الدفع نقدا ويطلب قروضا يدفع دائما أكثر بشكل أو بآخر. هذا الأسلوب في تراكم النقود يقود الأعوان إلى تجميد موارد مهمة بدلا من توجيهها نحو الاستهلاك أو الاستثمار، إذ يقوم الأعوان بالتحكيم بين النقد من جهة وبين الأشكال الأخرى للحيازة من جهة أخرى.²

وينتهي الفكر النيوكلاسيكي إلى تلخيص مشكلة النمو والتشغيل الكامل في مشكلة الادخار، وضرورة الاهتمام بتكوين هذا الأخير لتمويل النمو والتشغيل الكامل، بفرض أن كل ادخار يتحول بفعل حركات سعر الفائدة إلى استثمار، وأن كل ما لا يستهلك يستثمر باعتبار أن الذي يكتنر يصبح عديم الرشد الاقتصادي، وانتهت هذه الدراسة إلى أنه للارتقاء بالادخار يجب خفض الاستهلاك باعتبار ثبات الدخل عند التشغيل الكامل للموارد.

(*) - فالراس (WALRAS) (1834-1910)، توفي في Clarens بسويسرا، وهو عالم اقتصادي فرنسي واضع نظرية التوازن العام في الاقتصاد

** - ألفريد مارشال (1842-1924) إنجليزي الأصل شغل منصب بروفييسور في الاقتصاد السياسي بجامعة كامبردج (1885-1908) من بين تلامذته نجد جون

مينار كيتز

¹ - كبير مولود، الادخار وعلاقته ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية قياسية في الجزائر خلال الفترة (1970-2004)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية،

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص: 18

² - طالي خيرة، نمذجة قياسية اقتصادية لسلوك ادخار العوائل الجزائرية في ظل ظروف التضخم، رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،

2000، ص: 17

3- المدرسة الماركسية:

وقد بدأ كارل ماركس (*) من تحليل الاقتصاديين التقليديين بعد وضع النظام الرأسمالي في إطار التطور التاريخي، وأكد أن الشكل المحدد للفائض الاقتصادي وحجمه وأسلوب تملكه وطريقة استخدامه تُعبر كلها عن مرحلة معينة من تطور العمل وتطور إنتاجيته. وعند صوغ هذه الملاحظة أُلح ماركس على عرض الأشكال التاريخية المختلفة التي اتخذها الفائض الاقتصادي والدور الذي قامت به تلك الأشكال المختلفة في التاريخ، محددًا بذلك جوهر الادخار ومصادره الأساسية في الأنظمة الاجتماعية المختلفة. يقوم ماركس في تحليله بفضل تطرفه لطبيعة العمل التجاري "البيع والشراء" حيث أن هذه الطبيعة تسمح بل وتفرض وجود الاكتناز، وعند ماركس هناك أربع دوافع لظهور هذا الاكتناز:¹

- تحافظ المؤسسة على جزء من رأسمالها في شكل جامد لتصبح قادرة على مواجهة عدم انتظام رأس المال.

- مواجهة فترة دفع الأجور.

- يكتنر جزء من الفائض في المؤسسة بهدف التوسع في الإنتاج.

- كذلك تعويض رأس المال الثابت والمعدات المهلكة بعد انقضاء مدة صلاحيتها، كل هذه الفترة الطويلة تجبر المؤسسة على المحافظة على أرصدة جامدة في مستواها.

4- المدرسة الكيترية:

جاءت النظرية الكيترية بمثابة الأمل الذي أعاد النظام الرأسمالية توازنه، خاصة بعد أن أدت فترة الكساد في الثلاثينات من القرن العشرين وامتدادها لفترة طويلة إلى فقد ثقة المختصين و الاقتصاديين في النظريات السابقة، و على رأسها المفكر الاقتصادي: كيتر (*)، حيث يعتبر أن الادخار ما هو إلا ذلك الجزء المتبقي من الدخل الذي لم يستهلك²، و يرى كيتر أن الادخار يتوقف على عاملين أساسيين حددهما كيتر في الدخل الشخصي و الميل للاستهلاك أي أن:

$$Y = C + S \quad (\text{الدخل} = \text{الاستهلاك} + \text{الادخار})$$

وبتالي فإن الادخار يعتبر استهلاكًا مؤجلًا فالمحددات التي تؤثر في الاستهلاك تؤثر فيه أيضًا، ومن ثم خلص "كيتر" إلى تقسيم العوامل التي تؤثر في الميل للاستهلاك، (وكذا الميل للادخار) إلى عوامل شخصية

(*) - كارل ماركس: (1818-1883)، فيلسوف سياسي ألماني من أسرة يهودية، ومن أشهر مؤلفاته "انتقاد في الاقتصاد السياسي" الذي يعد نواة كتابه "رأس المال"

¹- Gerard Dumenil, Marx & Keynes face a la crise, édition economica, paris, 1981, P : 56.

(*) - جون مينار كيتر، (1883-1946)، اقتصادي إنجليزي صاحب المرجع الشهير " النظرية العامة للاستخدام و الفائدة و النقد " الذي ظهر سنة 1936.

² - Christian Romain, Op.cit , p :55

وأخرى موضوعية، فالعوامل الشخصية هي التي تتوقف على سلوك المستهلك نفسه ولقد صاغ "كيتز" هذه العوامل التي تحمل الأفراد على امتناع عن استهلاك جزء من دخلهم (أي الادخار) فيما يلي¹:

- * - تكوين احتياطي لحوادث غير متوقعة
- * - التحوط ضد حوادث متوقعة قد تزيد من الأعباء المستقبلية أو قد تقلل من الدخل في المستقبل، مثل الشيخوخة واعتزال الخدمة.
- * - الانتفاع من الفائدة ومن الزيادة في قيمة الأموال.
- * - تحسين الحالة في المستقبل.
- * - التمتع بنوع من الاستقلال والحرية مما يكلفه تكوين الثروة.
- * - تكوين رأس مال يستخدم لأغراض المضاربة أو التجارة.
- * - حماية الورثة بترك ثروة لهم.
- * - إرضاء حب البخل عند البخلاء.

وتعدّ نظرية كيتز في الادخار من أوسع النظريات انتشاراً في الاقتصاد الرأسمالي الحديث. وخلاصة هذه النظرية أن الادخار تابع للاستثمار ويليه. فالاستثمار يؤدي إلى توفير الدخل الذي يؤدي إلى الادخار.

المطلب الثالث: مقومات الادخار

في هذا المطلب قمنا بتقسيمه إلى ثلاث عناصر نراها مهمة وتمثل فيما يلي:

أولاً - أهمية الادخار:

بالرغم من الاختلاف الموجود في تحاليل وتفسير مختلف النظم الاقتصادية التي قامت بدراسة ظاهرة الادخار بعمق وحاولت تحديد كل تفاصيلها، إلا أنه حصل إجماع لديها على أهمية الادخار واتفقت على اعتباره الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الاستهلاك خلال فترة معينة. ونلخص أهمية الادخار في العناصر التالية²:

- وتتضح تلك الأهمية أنه كلما ارتفع مستوى الادخار في أي اقتصاد، كلما أتيح للمؤسسات الحصول على التمويلات اللازمة التي تساعد على الرفع من القدرات الإنتاجية والزيادة في مداخيل أجزائها وكذا الجماعات المحلية.

¹ - رياض إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 27

² - رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص: 256 - 259

- كما أن الادخار يسمح بالمحافظة على النمو وترقية الاقتصاد الوطني والرفع من قيمة الناتج الداخلي الخام (PIB)، كما يمكن ضمان انتعاش أي اقتصاد يعتمد في تمويل استثماراته على موارده الداخلية وبالأخص على الادخار الداخلي الذي يمول ويساعد على تشكيل رأس المال، ويستبعد التمويل الخارجي أو التمويل النقدي المحلي، هذا الأخير يعتمد على الإصدار النقدي من طرف البنك المركزي، مما يرفع من معدلات التضخم ويقضي على قدرة الأفراد على الادخار.

- كما أن لدوافع الأفراد اتجاه الادخار أهداف يسعون إلى تحقيقها، وهي تتمثل أساسا في تحسين ظروفهم الاجتماعية والاقتصادية، وترقية مستواهم المعيشي والوصول إلى الرفاهية المرغوبة، وبهذا يمكن لكل فرد عن طريق الاحتياطات الناتجة عن الادخار التكيف مع البيئة التي يعيش فيها والمساهمة أيضا في ترقية الدولة وجعلها ذات قرار سياسي مستقل عن التبعية والضعف الأجنبي.

- تحقيق المزيد من الإنماء في مختلف مجالات التنمية حيث يختلف الاستثمار الجديد الذي يؤدي إلى الاستقرار والانتعاش الاقتصادي.

- السماح للسلطات العمومية بتمويل مشروعاتها التنموية.

- تحقيق أرباح و عائدات تنمي الاقتصاد الوطني لأن الأموال المدخرة موجهة إلى الاستثمار.

- الحد من ارتفاع الأسعار أي محاربة التضخم و الزيادة من عرض السلع و الخدمات.

- خلق تنمية اجتماعية كامتصاص البطالة و تحسين مستوى الخدمات لأن الادخار موجه إلى الاستثمار.

- الحد من الاستهلاك الترفي و البذخ وهذا يؤدي إلى استقرار اجتماعي من خلال مواجهة المشكلات المستقبلية.

ثانيا- أهداف الادخار:

إن الادخار المحلي يجب أن يكون القاعدة الأساسية لكل تنمية اقتصادية التي هي حجر الزاوية في كل سياسة استثمارية وعليه فإن كل إستراتيجية تنموية اقتصادية يجب أن تؤسس على تعبئة الادخار، هذا الأخير يسمح بتوجيه فعال للموارد الموجودة بالتحكم أفضل في التكاليف الوسيطة وبفضل توزيع متكافئ للدخل تساهم في النهاية في تقليص آثار التضخم على الحياة الاقتصادية للدولة¹.

وتتمثل أهداف الادخار في العناصر التالية:

¹ - دعاس خليل، الادخار المحلي والتمويل الخارجي بين التكامل والإحلال "دراسة حالة الدول العربية" رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003، ص: 17

أ- **تخصيص الموارد:** في المجال الاقتصادي الكلي تسمح سياسة جيدة للادخار الوافر المنتظم بأحسن تخصيص للموارد المجمعة محليا لكن لا يمكن للادخار أن يكون وافر إلا إذا كانت كل القنوات الوسيطة تلعب دورها المناسب، وبالفعل فهي تسمح بإتاحة الادخار الوافر بفضل وجود العارضين "المالكين لفوائض من رؤوس الأموال" والطالبين "الفاقدين لرؤوس الأموال هذه والذين هم بحاجة إليها"، بما يعنى المدخرين والمستثمرين المحتملين. وعليه فان الوساطة تسمح بإعادة تخصيص أفضل فعال للموارد المجمعة محليا، كما تقلل من اللجوء المفرط للأعوان الاقتصاديين إلى الاستهلاك وبالإضافة إلى ذلك فان هذه الوساطة تحافظ على سياسة مثلى للاستثمار، وفي المقابل يؤدي نظام الوساطة قليلة الفعالية التي تسوء التخصيص للموارد الموجودة.

ب- **توزيع المداخل:** إن سياسة الادخار الجيدة للمؤسسة في السوق المالي لها فعالية كبيرة. حيث تقلل كثيرا من الفوارق في توزيع المداخل بين كل من المقرضين والمقترضين، ويمكن التأكد من هذا عندما يقترح السوق المالي تنوعا اكبر في الادخار تصاحبه مردودية مغرية جدا، ومن جهة أخرى فإن السوق المالي المقطع (cloisonné) وبالنظر إلى ضآلة تنوع الادخار فهو لا يمنح المقرضين مردودا جذابا، وفي المقابل يشجع استيلاء المقرضين على مداخل العارضين¹.

ج- **الادخار والتضخم:** تسمح السياسة الفعالة لتعبئة الادخار بالتحكم أفضل في الضغوط التضخمية، حيث أن أصل التضخم يرجع أساسا إلى الارتفاع في الكتلة النقدية المطروحة في الدورة الاقتصادية إلا أن هذا التضخم يمكن التحكم فيه بفضل الادخار المجمع محليا، وإذا أمكن المحافظة على الضغط التضخمي فان الميل المتوسط للادخار ينخفض بينما يرتفع الميل المتوسط للاستهلاك، فالعون الاقتصادي عندما يلاحظ وجود دفعة تضخمية معتبرة في الأسعار يقرر الرفع من مشترياته وبذلك تؤثر هذه التصرفات سلبا على النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

ثالثا - دوافع الادخار:

يتفق الباحثون الاقتصاديون أن وراء عملية الادخار دوافع عدة، بيد أن هناك اختلافا بينهم في تحديد تلك الدوافع، ولذلك نجد تفاوتاً بينهم عند تناولهم لها، فهم بين مكثرين فيها، ومقلين، ومتوسطين. واختلافهم في هذا التحديد اختلاف غير سديد، ذلك أن من العسير حصر دوافع المدخرين، بل من المستحيل التعرف على دوافع كل مدخر، ومهما ذكر من دافع، فإنه لا يخلو من أن يكون نسبيا.

¹ - Raache Abdelbasset, L'épargne en algérie : évaluation et évolution (1963-1989), mémoire de magistère en science économiques, I.S.E, 1997, P : 27

وعليه، فإننا نقوم بتسليط الضوء على هذه الدوافع من خلال النظر إليها وفق القطاعات المسؤولة عن اتخاذ قرار الادخار وعدمه.

1- دوافع الادخار على مستوى القطاع الخاص:

هنالك دوافع وعوامل كثيرة تدفع بالأفراد إلى اقتطاع جزء أو أجزاء من دخولهم، ودفعها إلى الاستثمار بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، وهذه الدوافع يمكن تقسيمها إلى قسمين:

أ- الدوافع الداخلية: فهي الانطباعات التي تنبعث من داخل الفرد وأشبه بما يمكن وصفه بمجموعة من القناعات، يتخذ المرء على ضوءها قرار اقتطاع جزء من دخله، ثم توجيهه إلى الاستثمار بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، ومن تلك الدوافع الداخلية:¹

- الدافع الأول: رغبة الفرد في تكوين رأس مال أكبر من دخله، وبتعبير أدق تطلعه إلى الإثراء، والحصول على ربح.

- الدافع الثاني: الرغبة في حماية الورثة من الفقر والفاقة، وعدم تركهم عالة على الناس وهيئة حياة أفضل لهم.

- الدافع الثالث: الاحتياط لمواجهة أعباء المستقبل، وما يحمله بين طياته من حوادث متوقعة كالشيخوخة، والتقاعد (إن كان موظفاً)، أو غير متوقعة كالمرض والكساد.

- الدافع الرابع: تقويم ظروف الحياة بالنظر إلى الإمكانيات الحاضرة، والتوقعات المستقبلية ثم العمل على توجيه الإمكانيات الحاضرة. وهذا الدافع ذو علاقة بسابقه، فكلاهما تقدير والتفات إلى المستقبل وظروفه مطلقاً.

ب- الدوافع الخارجية: إذا كنا قد تعرضنا لبعض الدوافع الداخلية، فإنه تنمة للموضوع نعرج قليلاً على الدوافع المسماة بالدوافع الخارجية ومرادنا بتلك هي: العوامل الخارجية التي تؤثر وتدفع الأفراد إلى الادخار، ولعل من أهم تلك الدوافع ما يلي:

- الدافع الأول: الاستقرار السياسي واستتباب الأمن والأمان على ربوع بلد المدخر، وهذا العامل له أهمية كبرى في اتخاذ الأفراد قرار الادخار، ذلك أنه من غير الممكن بل من المستحيل الادخار تحت جو سياسي مكفهر ومضطرب. بل يمكن القول بأن دافع الاكتناز لن يجد ميداناً أكثر خصوبة من هذا.

- الدافع الثاني: توافر وسائل الاستثمار، أي توافر طرق ومجالات الاستثمار المجتمع. هذا الدافع ضروري وهام لاتخاذ الأفراد قرار الادخار، وذلك - كما قلنا - لأن الجزء المقتطع من الدخل لا بد من أن يوجه إلى مجالات الاستثمار.

¹ - حمزة الجمعي الدموي، عوال الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي، دار الأنصار، ط1، القاهرة، 1985، ص: 299-301

- الدافع الثالث: كبير حجم العائد نتيجة انتعاش النشاط الاقتصادي، والحركة التنموية في المجتمع. ذلك لأن الأفراد عندما يدركون بأنه بقدر ما يدخرون بقدر ما يزدادون ثراءً وغنى، فإن هذا يدفعهم إلى الادخار فالاستثمار، والعكس يكاد أن يكون صحيحاً.

- وثمة دافع خارجي إضافي تذكره الكتب الاقتصادية الحديثة، وهو مقدار الدخل، أي على ضوء الدخل الذي يتحصل عليه الأفراد يتم اتخاذ قرار الادخار من عدمه¹.

2- دوافع الادخار على مستوى القطاع العام:

إن ثمة دوافع خاصة تدفع القطاع العام إلى اقتطاع جزء من إيراداته ودفعه إلى الاستثمار بشكل مباشر أو غير مباشر، ويمكن تلخيص أهم تلك الدوافع في ما يلي²:

- الدافع الأول: الرغبة في التطور والتقدم والرقي، وذلك لأنه بقدر ما تزداد مدخرات هذا القطاع يزداد تطورا ونهضة، والعكس صحيح. وهذا يعني أن الدول التي ترغب في النهضة تدفعها هذه الرغبة إلى الادخار.

- الدافع الثاني: الاستعداد لمواجهة أعباء المستقبل، وما قد يحمل من التزامات متوقعة وغير متوقعة. فهذا الشعور يجعل هذا القطاع يحجم عن استهلاك جميع إيراداته الحالية.

إن هذين الدافعين يعتبران أهم الدوافع التي تجعل هذا القطاع يدخر جزءاً من إيراداته، ويدفع به إلى الاستثمار مطلقاً.

¹ - قطب مصطفى سانو، مرجع سبق ذكره، ص: 50

² - حمزة الجمعي الديموي، مرجع سبق ذكره، ص: 299

المبحث الثاني : أنواع و محددات الادخار

حين تحدثنا عن المفهوم العام للادخار، ذكرنا ان الادخار يتأسس على تجنب جزء من الدخل لاستخدامه بعد اجل معين مع استثمار هذا الجزء من الدخل إلى أن يجين هذا الأجل المعين. فالادخار ثم الاستثمار يتم من جانب الفرد ومن جانب الدولة. فالفرد يحتجز جزء من دخله ليستثمره لصالحه ولصالح المجتمع معا إذا عرف السبيل الى استثمار ماله عن طريق أحد الأوعية الادخارية. و الدولة تحتجز جزءا من دخلها تستثمره لصالحها العام ولصالح المواطن " الفرد نفسه" و تشجع المدخرات الفردية لصالح المدخرين وصالح المجتمع عامة. وفي هذا المبحث قمنا بتقسيمه إلى أربع مطالب.

المطلب الأول: أنواع الادخار

يمكن تقديم أنواع الادخار حسب عدة تقسيمات مختلفة هي كالتالي:

أولاً - حسب نوع المدخرات: وقسم إلى

أ- الادخار النقدي: يمثل الصورة الغالبة في الوقت الحالي، وذلك لأن الطابع النقدي يصبغ معظم جوانب النشاط الاقتصادي في الاقتصاد المعاصر، ومن ذلك يتكون الجانب الأكبر من الادخار اللازم لتمويل التكوين الرأسمالي من عدة أشكال نقدية، تتمثل في الأصول المالية أو الأموال السائلة كالودائع الجارية وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها والمدخرات التعاقدية، والتي يمكن تحويلها إلى صورة سائلة بسهولة نسبية. حيث أن النقود تعتبر قوة شرائية عامة، بمعنى أنها تمكن حاملها من مبادلتها بأي شكل من أشكال الثروة الأخرى، فان الأفراد الذين كونوا هذه المدخرات النقدية يستطيعون تحويلها إلى رأس مال عيني وذلك باستثمارها في العمليات الإنتاجية، كسواء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى، والتوليف بينها لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية.

ولذلك يستنتج أن الادخار في حد ذاته لا يدر دخلا بمجرد تكوينه، وإنما لكي ينتج الادخار دخلا يجب أن يتحول إلى رأسمال عيني منتج، أي لا بد أن يستثمر استثمارا منتجا.

ب- الادخار العيني: يمثل الصورة المحدودة جدا للادخار في الاقتصاد المعاصر، وقد يأخذ شكلين، الشكل الأول هو فائض سلعي والذي يمكن مثلا ملاحظته في قطاع الزراعة، وذلك مثل المحاصيل التي يحتفظ بها المزارعون لاستخدامها كبذور أو لاستهلاكها في الفترات التالية، أما الشكل الثاني فيكون في صورة فائض عمل الذي يمكن أن يتحقق في حالة القيام بعمل إضافي يترجم في شكل استثمار إنتاجي، وكمثال للشكل الثاني تأخذ التجربة الصينية المعاصرة، فقد استطاعت الصين أن تزيد الاستثمار دون إنقاص

الاستهلاك الجاري وذلك بالاعتماد على فائض العمل كشكل من أشكال الادخار وتكوين رأس المال¹، وتدخّل في دائرة الادخار العيني "العقارات والمصوغات".

ومن خلال تحليل هذين النوعين من الادخار يستنتج أن الادخار بصورته النقدية والعينية يؤوّل في النهاية إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة التي تصل إلى حد التطابق بين الادخار والتكوين الرأسمالي.

ثانيا - حسب الحدود الجغرافية:

من الضروري التمييز بين النشاطات الاقتصادية من إنتاج أو استهلاك أو ادخار أو استثمار أو تبادل التي تحدث داخل الحدود الجغرافية لدولة ما وما تتم خارج حدودها، ويكون ذلك من خلال مفهومي المحلي والوطني.

أ - **الادخار المحلي**: تحدث اغلب النشاطات الاقتصادية لأي دولة داخل حدودها، وفي هذه الحالة فإن كل ما ينتج عن تلك النشاطات يأخذ صفة المحلية كالادخار المحلي أو الاستثمار المحلي وهكذا.

ب - **الادخار الوطني**: هو الادخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة بالإضافة إلى جزء يتكون في الخارج وهو صافي المعاملات الخارجية، ويقصد بهذا الأخير الفرق بين قيمة الصادرات والواردات من السلع والخدمات للدولة المعنية.

كما يمكن أن يكون صافي المعاملات الخارجية موجبا أو سالبا، ففي الحالة الأولى يكون اقتصاد الدولة المعنية له حقوق اتجاه العالم الخارجي بقيمة هذه الزيادة، كما يمكن أن تأخذ هذه الحقوق عدة أشكال أهمها أصول مالية مثل العملات الأجنبية والأوراق المالية أو أصول إنتاجية ثابتة تدر عائدا سنويا، وفي هذه الحالة يكون الادخار الوطني اكبر من الادخار المحلي، والعكس صحيح حيث يكون الادخار الوطني اقل من الادخار المحلي في حالة ما إذا كان صافي المعاملات الخارجية سالبا، أي وجود عجز في معاملات الدولة مع الخارج².

ثالثا - حسب الدوافع:

يعرف الادخار بأنه جزء من الدخل غير مستهلك، فالادخار عند العائلة يمثل الباقي من العائد الصافي بعد دفع الضرائب والمصاريف الجارية، كما يلاحظ من جهة أخرى بان الاستثمارات مثل القروض العقارية تعتبر ادخار. وتتمثل أنواع الادخار حسب الدافع في ما يلي:

¹ - Tournier-Jean Claude ; Bourse, Investissement, Epargne, édition Organisation, Paris, 1993, P : 102.

² - عبيد الله الصعدي، مرجع سبق ذكره، 1989، ص: 24.

أ- إدخار اختياري¹: ويتمثل في ذلك النوع من الادخار الذي يصدر عن الأفراد عن طواعية وبمحض إرادتهم واختيارهم وبحرية تامة ولا يكون فيه عنصر الإكراه، وتتولى الدولة القيام بالإجراءات الكفيلة بتحفيظهم إلى القيام بالادخار وتوجيه المدخرات إلى القطاع الإنتاجي مثل مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال الخاص.

أما السبب الثاني للادخار فهو الخوف من المستقبل، فمنذ العصور الوسطى كان الحرفيون من شركات مختلفة يقتطعون جزءا من مداخيلهم لصندوق معين يسمى مثلا صندوق بلدي، وذلك بغرض الرجوع إليها من طرف الحرفيين الذين يكونون ضحية حوادث تمنعهم من العمل، كما تقوم العائلات اليوم بوضع مبالغ من المال على جنب قصد القدرة على مواجهة ضربة قاسية محتملة كفقدان العمل أو غيره، وفي هذا الحال يسمى الادخار احتياطيا.

وتعتبر الرغبة في التمتع السبب الثالث للادخار، فقد نقتصد من اجل العطل والأعياد أو لشراء ألبسة أو حتى شراء سكن ويقصد بذلك الادخار من اجل الرفاهية (ادخار الرفاهية).

وأخيرا، هناك دافع للادخار وهو الرغبة في زيادة رأس المال وذلك ما يحصل مثلا عندما يريد شخص ما شراء حلي أو عمل فني، ليس من اجل قيمته الجمالية ولكن بأمل بيعه في المستقبل محققا بذلك زيادة قيمته، كما أن جزءا كبيرا من عمليات شراء وإعادة بيع الأسهم في البورصة ينطلق من هذا الدافع، ويعرف هذا النوع الأخير من الادخار بادخار المضاربة.

ب- ادخار إجباري: وهو الشكل الأساسي الثاني من أشكال الادخار، ويتم عن طريق اقتناع الفرد اقتناعا إراديا بالامتناع عن استهلاك جزء مما يحصل عليه من دخل واستثماره، بقصد إحداث توازن مرغوب فيه من جانب الفرد بين ما يحصل عليه من فائدة عاجلة و فائدة آجلة تترتب على تجنب هذا الجزء من الدخل لسبب أو لآخر و على ضوء اعتبارات مستقبلية تتصل بالفرد². و بالتالي فإن الادخار الاختياري هو ادخار فردي متروك لحرية الفرد ووعيه و رغبته في الادخار دون أي دوافع خارجية تجبره عليه أو تلزمه به. و لما كان الادخار الفردي اختياريا فللفرد علاوة على حريته في تحديد المبلغ الذي يدخره فان له الحرية المطلقة في اختيار الوسيلة لذلك و وسائل الادخار الفردي متعددة نذكر منها الحسابات الجارية والودائع و الحسابات الجارية وشركات التأمين على الحياة³. والأسهم و السندات في سوق الأوراق المالية.

¹ - منال محمد منولي، المدخرات في الاقتصاد المصري، رسالة دكتوراة في لاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1995، ص: 14-09

² - رشيد البراوي، الادخار و التنمية، مجلة الهلال، العدد 4، ص: 21

³ - Kornai, Socialisme et économique de la pénurie, édition dunod, Paris, 1984, p : 224.

غير أن هذا النوع من الادخار لا يخص العائلات فقط، بل قد يجد الأعوان الاقتصاديون أنفسهم مجبرين على القيام بالعملية الادخارية جراء القوانين الوطنية، كما أن الاشتراكات الاجتماعية التي تقتطعها الدولة إلزاميا من مداخيل الأجراء تمثل نوعا من الادخار الإجباري. إن الدافع على الادخار في هذا النوع خارجي تماما، كما قد يقوم شخص عن طواعية تامة بتوفير مبلغ مساوي لذلك الذي اقتطعته الدولة على شكل اشتراكات اجتماعية، ولكن مرة أخرى ليس لديه الخيار.

ويلاحظ كذلك بان جزءا كبيرا من هذا الادخار يتشكل من الاقتطاعات الإجبارية (كالحماية الاجتماعية واشتراكات البطالة...)، وبالتالي فان الادخار الاحتياطي قد يكون ادخارا إجباريا.

رابعا- حسب مصادره: عند تحليل الادخار حسب مصادره يظهر ثلاثة أعوان اقتصاديين هم:

أ- ادخار العائلات: هذا الادخار يمثل "حصة من عائد العائلات غير المستهلك والذي يسهم في إحداث تراكم النقود والأصول المالية وأيضا العقارية"¹.

ففي الحالة الأولى والتي تتمثل في الادخار المالي، تقوم العائلات بإحداث تراكم من النقود والسندات وتجري لها توظيفات لدى المؤسسات (مثلا على شكل سندات، تامين على الحياة...)، أما في الحالة الثانية فيتعلق الأمر بادخار غير مالي والذي يضم الاستثمارات العقارية للعائلات واستثمارات الأفراد في المؤسسات.

تتشكل المداخيل الثابتة عموما من الأجرور والمكافآت وأرباح الأسهم والترقية العقارية ونواتج التنازل عن الأصول... الخ، أما فيما يخص المصاريف الجارية فيتعلق الأمر بالتغذية، الكراء، التأمينات، ومختلف الأعباء الأخرى².

ب- ادخار المؤسسات: ويتضمن الادخار الكلاسيكي والمتمثل في إيداع مبالغ مالية في البنوك وصناديق التوفير والاحتياط بالإضافة إلى الادخار التعاقدي والذي يخص عقود التامين.

ج- ادخار الحكومة والجماعات المحلية (الدولة): يتمثل الادخار الحكومي في الفرق بين الإيرادات العامة الجارية والنفقات العامة الجارية في نفس العام، ويسمى أيضا "ادخار الموازنة" ومع الأخذ في الاعتبار أن قطاع الحكومة يشتمل على كل من الجهاز الإداري للدولة والإدارة المحلية والهيئات الخدمية والسيادية³.

¹ - Martin Daniel, Précis d'économie ; (Paris: édition Nathan, 1998), p : 64.

² - دعاس خليل، مرجع سبق ذكره، ص: 22

³ - محمد عبدالعزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، "النظريات-الاستراتيجيات-التمويل"، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، 2007، ص: 20

المطلب الثاني: محددات الادخار

تتمثل محددات الادخار في محددات داخلية وأخرى خارجية.

أولاً - المحددات الداخلية للادخار¹: وتشتمل على ما يلي

1- الدخل ونظرياته: بما أن الادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك فإننا نجد أن العوامل التي تحدد الاستهلاك تحدد في نفس الوقت الادخار، وعلى هذا فإن كيتز اعتبر أن الدخل المتاح هو المحدد الأساسي لكل من الادخار والاستهلاك عكس التقليديين الذين أعطوا أهمية بالغة لسعر الفائدة واعتبروها المتغير المستقل والوحيد المحدد لمتغيرات الادخار.

2- سعر الفائدة: إذا كان الادخار يعبر عن ذلك الحرمان من الاستهلاك لفترة من الوقت فإن سعر الفائدة هي المكافأة التي يستفيد منها المستهلك نتيجة لحرمانه المؤقت ولهذا فإن تأثير سعر الفائدة على الادخار كان محل جدل ونقاش الكثير من الاقتصاديين.

فلقد اعتبر الكلاسيك أن الفائدة هي عائد الادخار، ولذلك فإنهم ذكروا أنه كلما زاد سعر الفائدة كلما زاد مستوى الادخار، وبالتالي قل مستوى الاستهلاك ولكن يلاحظ أن هذا الغرض لا يكون صحيحاً إلا إذا كان الهدف من الادخار هو مجرد تحقيق عائد في المستقبل، أما في الحالات التي يكون فيها الادخار بغرض الطوارئ المستقبلية أو لأغراض اجتماعية كالتعليم مثلاً، فإن ارتفاع الفائدة في الوقت الحاضر قد يقلل من مستوى الادخار، وبالتالي يزيد من مستوى الاستهلاك.

3- حجم الثروة: هناك من يشير إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاستهلاك والادخار من جهة وحجم الثروة من جهة أخرى، فلو أن شخصان يتساوى دخليهما الشهري ولكن أحدهم يستمد دخله من العمل والآخر يستمد دخله من ثروة يملكها كالأرض مثلاً، فإنه من المتوقع أن ينفق الثاني نسبة من دخله على الاستهلاك أكبر من التي ينفقها الأول، والسبب في ذلك هو أن الأول عليه أن يدخر جزء أكبر من دخله لمواجهة الطوارئ المستقبلية أو ليعيش منه عندما يتقاعد عن العمل، أما الثاني فإنه يدخر نسبة أقل من دخله لاطمئنانه على مستقبله من حيث وجود مصدر شبه دائم للدخل حاضراً أو مستقبلاً، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الثروة زادت نسبة الاستهلاك من الدخل وقلة نسبة الادخار.

ثانياً - المحددات الخارجية: وتشتمل على الآتي

أ- معدل التضخم: ويعرف على أنه "الارتفاع العام في المستوى العام للأسعار المصاحبة للزيادة في كمية النقود المتداولة في السوق، وهو يعني أن التضخم يتوافق ويتلاءم تماماً مع الزيادة في كمية النقود "

¹ - دعاس خليل، مرجع سابق، ص: 31

وينشأ التضخم في حالة اختلال التوازن بين كمية السلع والخدمات المعروضة في السوق والطلب عليها وذلك بزيادة هذا الأخير بشكل مستمر خلاف العرض الذي يكون شبه ثابت أو مستقر، ويقاس معدل التضخم كالتالي:

$$\text{معدل التضخم في الفترة ن} = \frac{\text{مستوى الأسعار في الفترة ن} - \text{مستوى الأسعار في الفترة ن-1}}{\text{مستوى الأسعار في الفترة ن-1}}$$

ويعمل التضخم على إضعاف ثقة الأفراد بالعملة وبالتالي حافز الادخار في بعض الحالات.

ب- العوامل الديمغرافية: لقد احتلت العلاقة بين النمو السكاني والادخار مكانا بارزا في العديد من نماذج النمو والتنفيذ، حيث توصلت الدراسات الحديثة إلى أن العوامل السكانية يمكن أن تؤثر على الادخار، إذ كلما ارتفع معدل النمو السكاني تباطأ معدل نمو رصيد رأس المال العامل في المجتمع، ويمكن هذا التأثير في أثر معدل الإعالة على كل من الادخار الخاص والحكومي بالإضافة إلى التراكيب العمرية.

ج- حصيللة الصادرات: تعتبر الصادرات من مكونات الدخل إذ تعتبر من الإنفاق الأجنبي على السلع والخدمات المنتجة في الداخل والتي تم بيعها خارج الوطن، ويتسبب هذا الإنفاق الأجنبي في خلق دخل للبلد المصدر مما يؤدي إلى خلق أصول رأسمالية، لذا تعتبر حصيللة الصادرات مصدر دخول مرتفعة، وتعتبر من بين العوامل المؤثرة على الدخل الوطني والذي بدوره يؤثر على الادخار الوطني الذي يعتمد على الدخل.

د- حصيللة الضرائب: تعتبر الضريبة أداة فعالة في التحفيز على الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة وتستخدمها الدولة للتأثير في الطلب الكلي ومستوى الناتج الوطني وفي توزيعه بين الفئات الاجتماعية والأقاليم المختلفة داخل الدولة، كما أن للضريبة أثر على كل من الادخار الحكومي والخاص¹.

هـ- التمويل الخارجي: التمويل الخارجي هو ذلك التدفقات المالية التي تعترضها من الخارج لسد فجوة الموارد المحلية الناتجة عن قصور المدخرات المحلية عن الوفاء بحجم الاستثمارات المطلوبة وقصور الصادرات عن تغطية الواردات، ومن ثمة لا بد من تغطية هذه الفجوة عن طريق الموارد المالية الأجنبية الإضافية، وفي هذه الموارد أنواع منها: المعونات الأجنبية والقروض الأجنبية الخاصة... إلخ. كما للتمويل الخارجي آثار سلبية، إذ أنه يمكن أن يؤدي إلى تباطؤ جهد الدولة للتنمية وتعبئة الادخار المحلي، كما يمكن أن يكون له آثار إيجابية على الادخار الإجمالي من خلال تأثيرات القروض والاستثمارات الأجنبية على الدخل المحلي.

¹ - طالي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 45

و- **العوامل الاجتماعية والسياسية:** إن عملية الادخار لها نظرة مختلفة عند مستوى كل من الفرد والمجتمع، وهذا راجع إلى عدة اعتبارات وعوامل من بينها اختلاف الحالات الاجتماعية والسياسية والثقافية للأفراد ومدى تمسكهم بالمعتقدات الدينية وبالعبادات والتقاليد واختلاف وعيهم الادخاري، فالبعض يعتبر أن الادخار فيه عالية، بمعنى أن هناك علاقة طردية بين الادخار والدخل أي أن زيادة الدخل تؤدي بالضرورة إلى زيادة الادخار والبعض الآخر ينظرون عكس ذلك.

المطلب الثالث : الادخار و علاقته بالمتغيرات الاقتصادية

في هذا المطلب قمنا بدراسة الادخار وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تدخل في تأثيرها عليه عندما تتغير، نظرا للدور الفعال الذي يقوم به سواء بالنسبة للفرد أو بالنسبة للمجتمع، ونظرا كذلك لأنه يمثل عنصر جوهريا في رفع مستوى الاقتصاد الوطني. وهي كالتالي:

أولا - علاقة الادخار بالدخل والاستهلاك والاستثمار:

1- علاقة الادخار بالدخل

إن عوامل الإنتاج أو الموارد الإنتاجية الموجودة في المجتمع هي التي تكون ثروة ذلك المجتمع، وهذه بالضرورة ثابتة نسبيا في الفترة القصيرة وان كانت قابلة للتغير في الفترة الطويلة زيادة أو نقصانا ومن تشغيل هذه الثروة "عوامل الإنتاج" يخرج المجتمع كل عام بسلع وخدمات تمثل في مجموعها دخل ذلك المجتمع. ونستطيع أن نقول أن الثروة هي بمثابة مخزون "كالماء في المخزون" يظل ثابتا في الفترة القصيرة، وان الدخل هو بمثابة تيار يتدفق أو يخرج من هذه الثروة أو المخزون بصفة دورية "حسب وحدة الزمن" وحتى بصفة مستمرة¹. ويمكن أن يتغير معدلها بالزيادة أو بالنقصان وذلك تبعا لدرجة تشغيل الموارد وارتفاع أو انخفاض من كفايتها الإنتاجية ودرجة جودتها وتبعاً لمستوى الثقافة لدى سكان ذلك المجتمع. أما بالنسبة الى دخل الأفراد فانه في مجتمع حديث نجد أن مصدر الدخل الذي يحصل عليه الشخص يأتي في الغالب من الآتي:

إما نتيجة بيع عمله بأجر، أو تأجير اصل الملكية إلى الغير أو إيجار أو ريع أو فائدة عن بعض الأسهم والسندات التي يملكها في بعض المشاريع... الخ. هذه كلها كما نرى هي مقابل إسهامه في العملية الإنتاجية عن طريق عمله المباشر أو بالأصول الإنتاجية التي يمتلكها ولو جمعنا كل هذه الدخول التي يحصل عليها أفراد المجتمع من بيع خدمات عوامل الإنتاج التي يملكونها و جمعنا قيمة إنتاج المجتمع من السلع و الخدمات من ناحية أخرى لوجدنا أن القيمتين متساويتين .

¹ - المرجع أعلاه، ص: 47

و بنظرة بسيطة إلى واقع المجتمع نلاحظ أن هناك تفاوتاً كبيراً بين دخول الأفراد، و يرجع هذا التفاوت غالباً إلى تفاوتهم في المقدرة على الإنتاج أو بعبارة أخرى نتيجة اختلافهم في المهارات و في درجة التعليم ومستوى الثقافة و في الكفاية الفردية وغيرها من الاختلافات في الصفات الإنسانية، كما قد يكون مرجعها إلى الاختلاف في حجم أو كمية و نوعية الموارد التي يمتلكونها.

بعد أن يقبض الأفراد دخولهم فإن الاحتمالات الممكنة لهم أو لديهم للتصرف في هذا الدخل على الأغلب هي أن ينفق جزءاً منه على شراء سلع و خدمات استهلاكية و يدخروا الجزء الباقي.

و يمكن وضع هذه النتيجة في صيغة معادلة كالآتي:

تمثل I : ، تمثل الادخار S ، تمثل الاستهلاك C ، تمثل الدخل Y :

$$Y = C + S \dots\dots (1)$$

ومن ناحية أخرى لو نظرنا إلى الكيفية التي أنتج بها هذا الدخل نجد أنه يتخذ إحدى الصورتين التاليتين فهو إما أن يكون قد أنتج على شكل سلع و خدمات استهلاكية أو على شكل سلع و خدمات إنتاجية " استثمارية" ، أي أن الدخل يساوي الاستهلاك مضافاً إليه الاستثمار و يمكن وضع هذه النتيجة أيضاً على صيغة معادلة رياضية كالآتي:

$$Y = C + I \dots\dots (2)$$

من المعادلتين السابقتين يمكننا أن نستنتج و بسهولة مطلقة القاعدة التالية:

$$S = I \text{ أي أن الادخار = الاستثمار}$$

و تعتبر هذه العلاقة بمثابة حجر الأساس لنظرية الدخل الوطني، علماً بأن الدوافع إلى الادخار تختلف عن الدوافع إلى الاستثمار بطبيعة الحال ، كما أن قرارات الادخار و الاستثمار تتخذ عادة من قبل وحدات اقتصادية مختلفة.

2- علاقة الادخار بالاستهلاك:

على الرغم من أن الاستهلاك يتوقف على عوامل كثيرة منها : الدخل، معدل الفائدة، مستوى الأسعار، معدلات الضرائب... الخ، إلا أن أهم محدد للاستهلاك هو الدخل، و أول من قدم، هذه الفكرة : جون مينارد كيتير في كتابه النظرية العامة للاستخدام و الفائدة و النقد عام 1936، حيث أكد أن: مستوى الاستهلاك الإجمالي مرتبط أساساً بمستوى الدخل الإجمالي، وهذه العلاقة على العموم مستقرة¹. وفي المتوسط فإن الأشخاص مستعدون لزيادة استهلاكهم كلما زاد دخلهم، و لكن ليس بنفس الشكل الذي يزداد به الدخل.

¹ -David Romer ; Macro Economie apro fondu ; edition internationale ;paris;1997 ; P-P : 345

و من هذا القانون النفسي يمكن القول بأن هناك علاقة بين الإنفاق الاستهلاكي و الدخل وهذه العلاقة يطلق عليها بدالة الاستهلاك.

$$C=F(Y)$$

3- علاقة الادخار بالاستثمار

هناك ارتباط وثيق بين الادخار والاستثمار، فالاستثمار يحتاج إلى الادخار وتعد عملية الادخار أو تجميع المدخرات في شكل آلات وأموال المرحلة الأولى للاستثمار، بالإضافة إلى ذلك يجب اتخاذ قرار بشأن استخدام المدخرات، فالشخص الذي يكتنز أمواله قد ادخر فعلا ولكن هذا الادخار لم يترتب عنه أي استثمار، ولهذا لم يستفيد المجتمع من عملية الادخار هذه، ومن ثم يمكننا أن نقول أن عملية التكوين الرأسمالي تحتاج إلى¹:

- ادخار أو امتناع عن الاستهلاك.

- استعمال المدخرات في الحصول على السلع الإنتاجية أو في تكوين السلع الرأسمالية.

ويتم الاستثمار إما مباشرة، وذلك عند حصوله المدخر على السلع الإنتاجية بنفسه، كما قد يترك المدخر مدخراته إلى شخص آخر متضامنا معه في استعمال هذه المدخرات، أو قد يعطي المدخرات لشركة مساهمة نظير الحصول على أسهم وسندات.

وقد يودع الشخص مدخراته في بنك تجاري أو في صندوق توفير البريد أو يدفع منها قسط بوليصة تأمين، وهذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوساطة إذا ألما تعمل على استخدام المدخرات بالنيابة عن أصحابها.

وكل ما بيناه يعرف بالاستثمار من منظور الاقتصاد الجزئي وبهذا يمكننا تعريف الاستثمار بأنه " عملية تقرير استخدام المدخرات". وبالنسبة للمجتمع أو الاقتصاد الكلي نجد أن نمو أو زيادة السلع الإنتاجية لها أهميتها، وليس أقل من ذلك أهمية توجيه أو استخدام المدخرات فيما فيه خير للمجتمع، فالادخار في ذاته لن يوصلنا إلى النتائج المنشودة ما لم توجه المدخرات إلى خير الوجوه وأصلحها وأفضل الاستخدامات وأنفعها، أي أفضل مجالات الاستثمار من منظور الاقتصاد الكلي. فإذا فرضنا أن هذه المدخرات وجهت إلى إنتاج سلع لا سوق لها أو استثمرت في شركة لا هدف لها أو ألما تعمل في حقل مليء بالمخاطر فتكون فاشلة فلن يستفيد المجتمع أو الاقتصاد الكلي. ويمكننا أن نصل لمبدأين هامين هما:

أولاً: إن المشروع الاقتصادي موضوع البحث يجب أن يسد حاجة اقتصادية كافية لتحقيق عائد مناسب وهذا يتوقف على اقتصاديات المشروع وبالأحرى طبيعته.

¹ - كبير مولود، مرجع سبق ذكره، ص: 64-66

ثانياً: إن إدارة المشروع يجب أن تتميز بالتزاهة والقدرة والكفاءة فنوع الإدارة له دخل كبير في نجاح المشروع إذا ما تحقق ما أشرنا إليه في البند الأول وبالرغم من أهمية المبدأين " طبيعة المشروع، ونوع الإدارة" فإننا لا يمكننا الحكم عليهما إحصائياً في شكل كمي أو عددي، حتى إذا استخدمنا أدق التحليلات الرقمية المالية الاستثمارية وأسلمها.

فأهمية دراسة الاستثمار من الناحية الاقتصادية الكلية تنشأ كما نرى نتيجة ضرورة وأهمية اختيار الوجوه المناسبة لاستخدام أموال الاقتصاد الوطني أي الاقتصاد الكلي.

وفي هذا المجال نجد أنه قد ينشأ تعارض بين وجهة النظر الفردية والمصلحة العامة، وفي بعض الأحيان تتشابه المصلحة الفردية والمصلحة العامة وفي حالة اختلافهما نرى أن المصلحة العامة يجب أن تلقى الاعتبار الأول، وهنا يجب قلب الربحية والعائد على مستوى الاقتصاد الكلي على الربحية والعائد من منظور الاقتصاد الجزئي.

والاستثمار المباشر يكون في شكل معدات وآلات ومباني وغيرها من الأصول الثابتة أو ما يطلق عليها السلع الرأسمالية أو الإنتاجية التي تستخدم لإنتاج سلع أخرى.

وزيادة الطاقة الإنتاجية للمشروع تعني توليد منافع جديدة، والمنافع لا بد أن تعود بعائد يسمى على الاستثمار.¹ والعائد هنا يعني أكبر عائد ممكن، نظراً لأن الموارد المخصصة للاستثمار لها بدائل مختلفة من منظور الندرة النسبية للموارد الاقتصادية، وقرار الاستثمار يأتي بعد المفاضلة بين عدة بدائل واختيار أفضل بديل هو الذي يعطي أكبر عائد بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة، بمعنى أنني عندما اختار بديلاً استثمارياً معيناً فإنني أضحي في نفس الوقت ببديل آخر له عائد أيضاً، فتكلفة الفرصة البديلة لاستخدام آلة لإنتاج سلعة معينة هي التضحية بالمكاسب التي كان من الممكن تحقيقها لو تم استخدام الآلة لإنتاج سلع "سلع" أخرى وهذا يعني أننا نتخذ القرار الاستثماري الرشيد والفعال.

ثانياً - علاقة الادخار بسعر الفائدة والتضخم والنقود:

1- علاقة الادخار بسعر الفائدة

يعتبر الكثير من الاقتصاديين أن التغيرات في أسعار الفائدة لها تأثير مباشر بالنسبة للادخار وقد تناولت العديد من الأبحاث شكل العلاقة بينهما ودرجة حساسية الادخار للتغيير مع كل تغيير في أسعار الفائدة.

¹ - المرجع أعلاه، ص: 67-69

وفي المقابل يؤكد آخرون من خبراء المالية والنقد أن الادخار غير حساس نسبياً تجاه أسعار الفائدة وأن مستوى الدخل الاجمالي عامل محدد أكثر أهمية¹. وفي الحقيقة فإن أكثر الشواهد المتاحة توحي بأن من الأرجح أن تزداد المدخرات مع زيادة أسعار الفائدة الحقيقية وخاصة عندما تصبح ايجابية.

إن المقصود بأسعار الفائدة الحقيقية الايجابية هو أن يتغير سعر الفائدة وفقاً للتغير في معدل التضخم، أي أن يأخذ بعين الاعتبار الانخفاض في القوة الشرائية، فإذا كان سعر الفائدة الحقيقي أكبر من معدل التضخم، فإن سعر الفائدة الحقيقي موجب، أما إذا حصل العكس فإنه يكون سالبا، وفي هذه الظروف السلبية فإن معظم الأفراد يلجأون إلى التخلص من النقود السائلة لديهم، حيث أن استخدام النقود كمتخزن للقيم ضمن هذه الظروف يؤدي إلى فقدان القيمة الحقيقية لها نتيجة لارتفاع الأسعار بين تاريخ الاحتفاظ بها وتاريخ صرفها، الأمر الذي يشجعهم على استثمارها في عقارات أو إكتنازها في مجوهرات مما يؤثر على المدخرات المالية في الاقتصاد.

ويختلف الاقتصاديون فيما بينهم حول تأثير معدل الفائدة على تكوّن الادخار في الاقتصاد الوطني. ففريق منهم يرى أن انخفاض معدل الفائدة يسهم في ارتفاع حجم الادخار نتيجة للزيادة التي يحدثها الانخفاض في حجم الاستثمار وفي الدخل الوطني، وعلى النقيض من ذلك يرى هذا الفريق أن ارتفاع معدل الفائدة يقود إلى انخفاض حجم الادخار نتيجة للنقص الذي يحدثه ذلك الارتفاع في حجم الاستثمار وفي الدخل الوطني، إذ الدخل في نهاية المطاف هو مصدر كل ادخار².

ويرى فريق آخر أن انخفاض معدل الفائدة يؤثر سلباً على الادخار إذ يثبط من عزيمة أصحاب الدخول في تأجيل استهلاكهم وتكوين الادخار.

والأمر لا يتعدى الاحتمال لأن سلوك أصحاب الدخول والمستثمرين لا يتعلق فقط بمعدل الفائدة بل يخضع لمؤثرات أخرى مختلفة، وقد تكون متضاربة التأثير في الادخار.

2- علاقة الادخار بالتضخم³:

التضخم هو الارتفاع العام والمتواصل في الأسعار الذي ينعكس بالسلب على القوة الشرائية للنقود⁴، ويمكن قياس تدهور القوة الشرائية للنقود من خلال التوصل إلى مقلوب الزيادة في تكاليف المعيشة معبراً عنه بتطور الرقم القياسي للأسعار.

¹ - Pierre Marie Pradel, L'épargne et l'investissement, 4^{ème} édition Presse Universitaire de France, Paris 1968, p:35.

² - عبد المعمر راضي وآخرون، التحليل الاقتصادي الكلي، مكتبة عين الشمس، القاهرة، د.ط، 1981، ص: 122.

³ - طالي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 04

⁴ - Hamid bali ; inflation et mal developpement en Algerie; OPU ; Alger ;1993;p :13.

إذا كان الادخار النقدي هو الشكل الغالب في العصر الحالي فإن العلاقة تبدو وطيدة بين التضخم والادخار، لأن التضخم يتعلق بالدرجة الأولى بالنقود عند أدائها لوظائفها التقليدية كوسيط في التبادل والاحتفاظ بالقيم... الخ، فإذا حدث ارتفاع متواصل في الأسعار فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع في الميل الحدي للاستهلاك، لأن معظم الدخول ستوجه للإنفاق الاستهلاكي لإشباع الحاجات الضرورية، وهذا ما يؤدي إلى حدوث انخفاض في الميل الحدي للادخار، أي انخفاض في قيمة الادخار

3- علاقة الإدخار بالنقود:

إذا كان للادخار روابط في عالم الشغل والنمو هذا الأخير له أيضاً روابط مع النقود ومن الضروري جداً أن ندرس هذه الروابط فالنقد في الأصل مكون من كمية من الذهب أو الفضة وهو محدد بكمية من السلعة التي لها قيمة.

إن الادخار والنقود هما وسيلتان من وسائل التمويل فإذا لجأت المؤسسات للتمويل عن طريق النقود فهذا دليل على عدم حيازتها على الادخار الكافي، لذا فالنقود تستعمل عندما يكون الادخار عاجز وفي تدهور مستمر فكلما كانت هناك وفرة في الادخار كلما كان إصدار النقود قليل وبالتالي معدل التضخم ضعيف¹.

¹- revenue. Consommation et epargne des ménages ; revue les problèmes economiques .rapport sur les 38 comptes de la nation ; No 510; France; 1997;p 13

المبحث الثالث: ماهية وتاريخ الفكر الاقتصادي للاستثمار

يعد الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تعتمد عليها عملية التنمية في كافة دول العالم، حيث أن توافر المهارات والقدرات الفنية والتنظيمية وغير ذلك من المتغيرات اللازمة لعملية التنمية لا يكتمل تأثيرها على النشاط الاقتصادي، إلا بتوافر رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية. وعند محاولة الاقتراب من مفهوم الاستثمار كمصطلح علمي بل وعملي وهو على درجة عالية من الأهمية، فإن الأمر يحتاج إلى الكشف عن العديد من المفاهيم الأساسية المرتبطة به والتي من الضروري تناولها لتعميق هذا المفهوم، بل وإدراك الكثير من الجوانب التي تتناولها عناصر هذا المبحث بعد ذلك وتباعاً. لذا فإن هذا المبحث يختص بدراسة الاستثمار من حيث مفهومه عند كل من الفكر الاقتصادي الوضعي والفكر الاقتصادي الإسلامي.

المطلب الأول: تعاريف ومفاهيم مختلفة للاستثمار

لقد أخذ الاستثمار كمصطلح الجهد الكثير من طرف الاقتصاديين في محاولة إعطاء تعريف دقيق له، وبالرغم من الاختلاف في التعبير أحياناً، إلا أن أوجه التشابه تبقى الصفة المميزة له. ولقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

أولاً: عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار

جرت العادة أن يستهل التعريف في بدايته بتسليط الضوء على مفردات موضوع الدراسة، وذلك بتحديد المراد من تلك المفردات لغة واصطلاحاً، بحيث يغدو ذلك مدخلاً رحباً لتناول بقية فقرات موضوع الدراسة، وجرياً على هذه العادة المتبعة، فإننا سنعني في هذا العنصر بضبط المعنى المراد من مصطلح الاستثمار في اللغة وفي الاصطلاح الاقتصادي.

1- الاستثمار لغةً:

مصدر استثمار يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من الثمر وهو له عدة معان منها ما يحملها الشجر وما ينتجه، ومنها الولد، حيث يقال: الولد ثمرة القلب، ومنها أنواع المال. ويقال: ثمر (بفتح الميم) الشجر ثموراً أي: ظهر ثمره، وثمر الشيء أي نضج وكمل، ويقال: ثمر ماله أي كثر، وأثمر الشجر أي بلغ أوان الإثمار، وأثمر الشيء أي أتى نتيجه، وأثمر ماله -بضم اللام- أي كثر، وأثمر

القوم: أطعمهم الثمر، ويقال: استثمر المال وثمره - بتشديد الميم - أي استخدمه في الإنتاج، وأما الثمرة هي واحدة الثمر فإذا أضيفت إلى الشجر فيقصد بها حمل الشجر.¹

وقد وردت كلمة "أثمر"، وثمره، وثمر، وثمرات أربعاً وعشرين مرة في القرآن الكريم منها قوله تعالى "انظروا إلى ثمره إذا أثمر وينعه إن في ذلكم لآياتٍ لِّقَوْمٍ يُؤْمِنُونَ" (الأنعام: 99)، ومنه قوله تعالى "وهو الذي أنشأ جناتٍ معروشاتٍ وغير معروشاتٍ والنخل والزرع مختلفاً أكله والزيتون والرمان متشابهاً وغير متشابهه كلوا من ثمره إذا أثمر وآتوا حقه يوم حصاده ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين" (الأنعام: 141)، حيث امتن الله - تعالى - علينا بالثمار، وأمرنا أن نأكل من ثمار هذه الأشجار والنباتات عندما تثمر وتنتج، وأن نعطي حقها (وهو الزكاة) عند حصادها فوراً للمستحقين، كما أمرنا بأن لا نسرف في الباقي، وهذا يدل على أن حق الملكية ليس حقاً مطلقاً، بل مقيد بضوابط الشرع.

وفي هذه الآية وآيات أخرى أسند الله - تعالى - الإثمار إلى الشجر والنبات أنفسهما، مما يدل على أهمية العناية بالسنن والأسباب الظاهرة التي لها تأثير على النمو والثمر والنضج مع أن الفاعل الحقيقي هو الله تعالى، ولذلك أكد هذه الحقيقة في آيات أخرى فقال: "وَأَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجَ بِهِ مِنَ الثَّمَرَاتِ رِزْقًا لَكُمْ" (البقرة: 22) وقوله - تعالى -: "رَبِّ اجْعَلْ هَذَا بَلَدًا آمِنًا وَارْزُقْ أَهْلَهُ مِنَ الثَّمَرَاتِ" (البقرة: 126).

2- الاستثمار في اصطلاح الاقتصاديين

بالنظر إلى التعريفات التي ذكرها الاقتصاديون في تعريف الاستثمار، نرى أن هناك تبايناً في الاعتبار التي انطلقوا منها لتعريف الاستثمار، ولقد أجملها كلها في عدة تعريفات:

- يعرف الاستثمار في الفكر الاقتصادي الوضعي بأنه " الإنفاق على الأصول الرأسمالية خلال فترة زمنية معينة"²

- الاستثمار هو " كافة ما ينفق على الإضافات إلى المخزون من المواد الأولية أو السلع الوسيطة أو السلع النهائية أو الإنفاق على شراء الأسهم والسندات التي تتم بين الأفراد وبعضهم البعض وبين الأفراد والشركات الصناعية خلال فترة زمنية معينة"³.

- يعرف الاستثمار " هو التوظيف المنتج لرأس المال من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع وخدمات تشبع الحاجات الاقتصادية للمجتمع وزيادة رفاهيته"

¹ - نصر محمد السلامي، الضوابط الشرعية للاستثمار دراسة وتطبيق، دار الامان، الاسكندرية، ط1، 2008، ص: 25

² - عبد العزيز فهمي هيكمل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية للنشر، بيروت، 1980، ص: 444

³ - المرجع أعلاه، ص: 445

- " هو ذلك الجزء من الدخل غير المستهلك ويعاد استثماره في العمليات الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج وتوسيعه أو المحافظة عليه، مما يجعله يحقق إضافة حقيقية لاقتصاد البلد يسمى بإجمالي الاستثمار وهو القيمة الإجمالية للأصول الحقيقية المنتجة خلال فترة من الزمن والذي يساهم في زيادة التراكم الرأسمالي".
ويعرف كذلك بأن "الاستثمار هو توظيف الأموال المتاحة مؤكدة في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل غير مؤكدة، هذه التدفقات عبارة عن تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلا من استخدام هذه الأموال من قبل مستثمرين آخرين طيلة الفترة التي يتخلى فيها المستثمر عن رأسماله، آخذين بالاعتبار تحقيق عوائد تغطي قيمة التعويضات المطلوبة وعلاوة المخاطر الناجمة عن عدم التأكد في الحصول على التدفقات المتوقعة في المستقبل وتتجاوز معدل التضخم¹".

- كما تم تعريفه كذلك: "إن الاستثمار يعني التضحية بنفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد المتوقع بثمن التضحية والحرمان والانتظار طيلة فترة الاستثمار"².

- وعرف فرانس الاستثمار " هو توظيف الأموال لفترة زمنية محددة بهدف الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم والتدفقات".

ثانيا - المفاهيم المختلفة للاستثمار:

خلاصة التعاريف السابقة نجد أن مفهوم الاستثمار عموما يقصد به معنى اكتساب الموجودات المادية و المالية. لكن هذا المفهوم للاستثمار يختلف في الاقتصاد عنه في الإدارة المالية. و بذلك سوف نميز بين ثلاث مفاهيم للاستثمار مفهوم الاستثمار المحاسبي ومفهوم الاستثمار الاقتصادي، وأخيرا مفهوم الاستثمار المالي.³

1- المفهوم المحاسبي للاستثمار :

تمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية والقيم غير المادية ذات المبالغ الضخمة، اشترتها أو أنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها بل استخدامها في نشاطها لمدة طويلة⁴.
إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقولة أو عقار أو سلعة معنوية (خدمة) أو مادية متحصل عليها ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (PCN).

¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص: 15

² - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997، ص: 30

³ - Jacques margerin , Gérard ausset , investissement et financement , édition courcoux ,Paris, 1990, p :15.

⁴ - بوتين محمد، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991، ص : 96.

و هناك من يعرف الاستثمار في المحاسبة على أنها مجموع الممتلكات و القيم الدائمة المادية و المعنوية للمؤسسة أو المشتراة من طرف المؤسسة، الهدف ليس بيعها أو تحويلها و لكن استعمالها كوسائل دائمة الاستغلال بحسب العمر الإنتاجي لها، و تتمثل في الصنف الثاني من المخطط الوطني للمحاسبة و تنقسم إلى مجموعتين¹:

- **المجموعة الأولى** : و هي مجموعة القيم المادية المتمثلة في الممتلكات الطبيعية الحسية المجسدة مثل : الأراضي، المباني، تجهيزات الإنتاج... الخ.

- **المجموعة الثانية** : مجموعة القيم المعنوية المتمثلة في الممتلكات غير حسية و غير ملموسة مثل المصاريف الإعدادية، شهرة الحل، براءة الاختراع... الخ.

2- المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

يمكن تعريف الاستثمار بأنه " استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة، اللازمة لعمليات إنتاج السلع و الخدمات، والحفاظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها"².

كما أن هذه الطاقات الإنتاجية أو الاستثمارات إن هي إلا سلع إنتاجية، أي سلع لا تشبع أغراض الاستهلاك، بل تساهم في إنتاج غيرها من السلع أو الخدمات، و تسمى هذه السلع - أيضا - "السلع الرأسمالية" أي السلع التي تتمثل في رأس المال العيني أو الحقيقي الذي لا غنى عنه لأية عملية إنتاجية.³ إن ما يلاحظ أن التعريف السابق للاستثمار - كمتغير اقتصادي كلي - لا يقتصر على تكوين طاقات إنتاجية جديدة لإقامة المشروعات الجديدة، أو التوسع في المشروعات القائمة، بغرض زيادة حجم طاقاتها الإنتاجية، بل يشمل أيضا- تكوين الاستثمارات بهدف الحفاظة على الطاقات الإنتاجية في المشروعات القائمة، أو تجديد هذه الطاقات، إذ من المعلوم أن أية سلعة إنتاجية ذات عمر إنتاجي معين، و أن الحفاظة على قدرتها الإنتاجية - على مدار عمرها الإنتاجي - تحتاج إلى عمليات صيانة و تجديدات لبعض أجزاء الطاقة الإنتاجية القائمة. إذ إن الاستثمار ذو علاقة مزدوجة ويتمثل في ما يلي:

- علاقة تمويلية: عندما توجه المدخرات في المجتمع كرأس مال نقدي إلى الإنفاق على شراء السلع الاستثمارية "الإنتاجية" كرأس مال عيني أو حقيقي.

- علاقة إنتاجية: مادام الاستثمار في المعنى العيني أو الحقيقي المشار إليه هو الأداة التي لا غنى عنها.

¹ - حنفي عبد الغفار، الحالة المالية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط1، 1992، ص : 22

² - طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، ص:37

³ - J. Margerin, G.Ausset, Op cit, p :34

هذا هو مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي، وهناك مفهوم آخر للاستثمار من قبل رجال الإدارة و المالية.

3- المفهوم المالي للاستثمار :

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: " كل النفقات التي تولد مداخيل جديدة على المدى الطويل. والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة بالإضافة إلى الديون المتوسطة وطويلة الأجل) ¹". وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى.

و هناك من يعرف الاستثمار على أنه التعامل بالأموال للحصول على الأرباح. و ذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة، و لفترة زمنية محددة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية، للأموال المستثمرة و تعوض عن عامل المخاطرة الموافق للمستقبل ².

وكذلك يعرف الاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل. والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.

ويعرف كذلك بأنه " :الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات... الخ".

كما يعرف أيضا على أنه: " شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكةها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية."

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

المطلب الثاني: نظريات الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي والوضعي:

يحتل النظام الاقتصادي أهمية حاسمة وأساسية في حياة الأفراد، والمجتمعات والدول، وفي عمل الاقتصاديات، وتطورها، وفي حاضر الأجيال، ومستقبلها، ذلك لأن النظم الاقتصادية هي التي تحدد من خلالها الكيفية التي يتم بموجبها القيام بالنشاطات الاقتصادية، والأسس التي تستند إليها هذه النشاطات، والجهات التي تقوم بها، والصيغ التي تعتمدها والوسائل والإجراءات التي يتم اتخاذها، وما يتحقق نتيجة لكل

¹ - شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة تجريبية مصر، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002، ص: 07

² - حسني علي خريوش، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية ، عمان، الأردن، 1996، ص : 13

ذلك من أهداف، وبالذات ما يتصل منها بتوفير العيش والرفاه للمجتمع، وأفراده، والقوة، والتقدم للاقتصاد. والهدف الذي يراد الوصول إليه. من هنا جاء هذا المطلب في محاولة دراسة وتحليل أهم النظم والنظريات الاقتصادية في الاستثمار. وقمنا بتقسيمه إلى العناصر التالية :

أولاً - الاستثمار في الاقتصادي الإسلامي :

الاستثمار في الشريعة الإسلامية يتجلى في الجهد الذي يبذره الإنسان، من أجل تنمية المال وزيادته، وذلك باستغلال الثروات الطبيعية المتاحة، استغلالاً أمثل. ولا بد أن تتم عملية الاستثمار في ظل الأحكام الشرعية، وتوجه إلى تنمية الطاقات الإنتاجية التي تلبى حاجات المجتمع، وفقاً لأولويات التنمية الإسلامية.

والقيام بالنشاط الاستثماري ينبغي أن يتقيد بقواعد المعاملات الإسلامية، ويستند على العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها، ومراعاة الصالح العام فيما يقوم به من نشاط. ولقد حث الإسلام على الاستثمار وتنمية المال في عدة آيات.

قال تعالى: "هو الذي جعل لكم الأرض ذلولاً فامشوا في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور" (الملك:15). وقال أيضاً: "... هو أنشأكم من الأرض وإستعمركم فيها..." (هود:61) ويتجلى من هذه الآيات الكريمة دعوة كريمة صريحة للعمل والكسب في الأرض، واستثمار طبيعتها التي سخرها الله للبشرية. وفي هذا السياق قال تعالى أيضاً " ... وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله وآخرون يقاتلون في سبيل الله..." (المزمل:20). وهنا وضع الله سبحانه وتعالى مرتبة الضرب في الأرض وكسب الرزق في مرتبة الجهاد في سبيل الله.

ومن النصوص النبوية الصريحة في الدعوة إلى الاستثمار والحث عليه: ما رواه جابر بن عبد الله رضي الله عنه عن النبي (ص) أنه قال " من أحيا أرضاً ميتة فهي له"، وما رواه أنس رضي الله عنه أن رسول الله (ص) قال: " ما من مسلم يغرس غرساً أو يزرع زرعاً فيأكل منه طير إنسان أو بهيمة إلا كان له به صدقة". و يقول (ص) "كسب الحلال فريضة بعد الفريضة". (رواه الطبراني والبيهقي). وما رواه ابن مالك عن النبي (ص) قوله: " إن قامت الساعة ويبدأ أحدكم فسيلة فإن استطاع أن لا يقوم حتى يغرسها فليفعل"¹. فعن حذيفة أن رسول الله (ص) قال: " من باع داراً ثم لم يجعل ثمنها في مثلها لم يبارك له فيه". ويقول عمر بن الخطاب - رضي الله تعالى عنه " إن الله قد إستخلفنا على عباده لنسد جوعهم و نستر عورتهم ونوفر لهم حرفتهم."

¹ - أشرف محمد دوابه، الاستثمار في الإسلام، دار السلام للنشر، القاهرة، ط1، 2009، ص: 34

فمسؤولية الحاكم يلخصها عمر بن الخطاب في تحقيق التنمية الاقتصادية بكل أبعادها.¹ كما أن الإسلام خصص سهما في الزكاة للغارمين، بهدف تأمين المستثمرين بتعويضهم عن خسائرهم، بما يؤهلهم مرة أخرى لإعادة الاشتراك في العملية الإنتاجية. وقد بين أمير المؤمنين علي بن أبي طالب - كرم الله وجهه - حقيقة الاستثمار وقيمتها في كتابه لواليه على مصر الأشتر النخعي بقوله "ليكن نظرك في عمارة الأرض أبلغ من نظرك في استجلاب الخراج، لأن ذلك لا يدرك إلا بالعمارة ومن طلب الخراج بغير عمارة أحرَب البلاد وأهلك العباد".

ويرتبط مفهوم الاستثمار في الإسلام بالعديد من المفاهيم الأخرى ذات الصلة الوثيقة به كالعامل، والسعي، والكسب، وإعمار الأرض، وملكية الأموال النقدية منها، والعينية، واستخدامها، وما إلى ذلك من أمور عديدة، والتي يبرز من خلالها تأكيد الإسلام في نظامه الاقتصادي على الاستثمار، وصلته الوثيقة بمضامين الشريعة الإسلامية ومقاصدها الأساسية. وقمنا بتلخيصها في النقاط التالية:

1- أن الاستثمار في الإسلام مرتبط بملكية المال سواء النقدي منه أو العيني، والذي هو مال الله، وأن الإنسان مستخلف عليه، وخلافة الإنسان هذه تفرض عليه استخدام المال من أجل عمارة الأرض عن طريق إقامة المشروعات الاستثمارية، والتي تحقق هذه العمارة للأرض، وبالشكل الذي يضمن القيام بالنشاطات الاقتصادية وتطورها سواء كانت صناعية، أو زراعية، أو تجارية، أو خدمية، وفي الجوانب المادية والروحية، ودون التركيز على ما هو مادي بحت منها.

2- أن الاستثمار في الإسلام يستند إلى التأكيد في إطاره على بذل الجهد والنشاط من خلال عمل الإنسان وسعيه الدؤوب من أجل الكسب، والحصول على الرزق، وهو الذي يتضمن وبالضرورة قيام الإنسان في إطار ذلك بالاستثمار بالشكل الذي يحقق معه الكسب، والحصول على الرزق، عن طريق عمله وجهده وسعيه المستمر، وبما يتحقق له من عائد نتيجة للاستثمار.

3- إن محاربة الإسلام لاكتناز الأموال، سواء كانت نقدية، أو عينية يدفع إلى توجه الأموال الفائضة عن الحاجة المشروعة إلى إنفاقها، باعتبارها ادخارات تتجه نحو الاستخدام في الاستثمار، وعلى أساس أن اكتناز الأموال هو اقتطاع جزء من الدخل لفترة طويلة من الزمن تتجاوز السنة عادة، وأن الادخار هو اقتطاع مؤقت لجزء من الدخل يعود إلى دورة الدخل من خلال استخدامه في الاستثمار، وبذلك يتحقق التوازن الكلي في الاقتصاد، أي أن توازن العرض الكلي مع الطلب الكلي فيه يتساوى الادخار والاستثمار، وعند عدم حصول الاكتناز الذي يتم محاربه في الإسلام، وهو ما يقود إلى تلافي حصول التضخم أو انكماش في الاقتصاد نتيجة توازنه الكلي، لأن زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي تعني التضخم، وأن

¹ - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار "الضوابط الشرعية والأحكام النظامية"، ط1، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010، ص: 12

زيادة العرض الكلي على الطلب الكلي تعني الركود والكساد، وبذلك يتلافى الاقتصاد الإسلامي هذه الحالات، وما يرتبط بها من مساوئ وأضرار على الأفراد والمجتمع.

4- محاربة الربا والذي يتم من خلاله تحريمه ضمان الإسهام في الاستثمار وزيادته، حيث أن إلغاء الربا وعدم التعامل به أخذاً، أو عطاءاً يسهم في إقامة الاستثمار وتوسيعه عن طريق أن إلغاء الربا يسهم في تقليل الكلف التي يتم تحملها عند اقتراض الأموال اللازمة لإقامة الاستثمارات، وبالشكل الذي يتم من خلاله التحفيز على الاستثمار

ثانياً - الاستثمار في النظريات الاقتصادية الوضعية:

1 - الاستثمار في المدرسة التقليدية :

تنطلق المدرسة الكلاسيكية من فكرة أساسية هي أن تطور النظام الرأسمالي كان عبارة عن صراع بين نمو السكان من ناحية، والتقدم من ناحية أخرى، ويرى رواد هذه المدرسة بأن التقدم التقني يسبق في المراحل الأولى، إلا أن معدل السكان لا يلبث إلا أن يجاري معدل التقدم التقني و بالتالي يسود الكساد. أما معدل التقدم التقني فيرى الكلاسيكيون بأنه يتوقف على معدل تراكم رأس المال الذي يتيح المزيد من استخدام الآلات وتقسيم العمل. وأما معدل تراكم رأس المال فيتوقف على حجم واتجاهات الأرباح. ولتسهيل عرض النظرية الكلاسيكية قمنا بتلخيصها في النقاط التالية :

- يرى كل من سميث و ميل و مالتوس بأن كمية الناتج المتحقق تتبع كمية القوة العاملة المستخدمة وكمية رأس المال المستخدم، ومساحة الأرض المتاحة ومستوى التقنية.
ولابد من الإشارة أن هناك عدداً من الاقتصاديين الكلاسيكيين الذين أدرجوا كافة الموارد الطبيعية الاقتصادية المتاحة كعنصر من عناصر الإنتاج مع الأرض إلا أن الغالبية العظمى منهم اقتضت على إدراج الأرض¹.

- لقد اعتقد معظم الاقتصاديين الكلاسيكيين أن فرص التقدم التقني وإدخال السلع الجديدة متاحة باستمرار في المجتمعات الاقتصادية ولكنهم أوضحوا بأن معدل استغلال هذه الفرص في مجتمع ما إنما يتوقف على الاستثمارات الجديدة. وهذا بالطبع أن كافة أنواع التقدم التقني ستؤدي بالضرورة إلى استخدام المزيد من رأس المال.

وبالرغم من أن بعض الكلاسيكيين استعرض حالات من التقدم التقني التي تؤدي إلى توفير في رأسمال المستخدم، إلا أن ذلك كان في نواحي طفيفة القيمة بالنسبة للتقدم التقني ككل. لذلك أصر هؤلاء على

¹ - بشراير عمران، نمذجة قياسية لتأثير الاستثمار على التنمية الاقتصادية باستعمال أشعة الانحدار الذاتي، رسالة ماجستير في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص: 12.

حاجة المجتمع المستمرة إلى المزيد من الادخار حتى يتاح له الاستخدام المتواصل للأساليب والطرق التقنية الحديثة. و على هذا يمكن أن نكتب:

- يعتقد الكلاسيك بأن حجم الاستثمارات يتوقف على الأرباح. وهذا الاعتقاد ناجم عن التفكير الذي كان سائدا في ذلك الوقت، والذي قضى بأن الرأسماليين يقدمون على الاستثمار لتوقعهم الحصول على الأرباح، وأن الأرباح المتوقعة الحصول عليها في المستقبل تتأثر إلى درجة كبيرة بالأرباح المتحققة حاليا.

- كما اعتقد الكلاسيكيون بأن الربح يتوقف على السباق بين التقدم التقني ومعدل نمو السكان. فمع نمو السكان لابد من مواجهة قانون الغلة المتناقصة في الزراعة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تكاليف العمل و بالتالي تنخفض الأرباح.

- لقد اعتقد الكلاسيكيون بأنه إذا زادت كمية النقد المدفوعة كأجور ورافق ذلك ارتفاع في الأجر القاعدي الحقيقي، فإن حجم القوة العاملة سيزداد ومن ثم يعود الأجر الفردي الحقيقي إلى ما كان عليه.¹

2- الاستثمار في المدرسة النيوكلاسيكية :

لقد تميز الاتجاه النيوكلاسيكي بالتحليل الاقتصادي الجزئي الذي وضع على أسس المدرسة الكلاسيكية، بمعنى أن العرض يخلق الطلب، ومن هذه العبارة التوازنية يمكن استنتاج أن أي دخل غير منفق في شراء السلع الاستهلاكية سيغذي الادخار المنفق في شراء السلع الاستثمارية، وهذا ما يؤدي للعبارة التوازنية الأخرى للكلاسيك وهي أن الادخار يساوي الاستثمار.

اعتماد النيوكلاسيك على الأسلوب الحدي في التحليل الاقتصادي، جعلهم يفترضون أن المؤسسات لها القدرة في تعديل رأس المال الفعلي بشكل آني وذلك حسب النموذج التالي:

$$Kt = V (Q/i)$$

حيث V: معامل رأس المال. Q: حجم المبيعات. i: معدل الفائدة الحقيقي.

إن نموذج النيوكلاسيك مقارنة بالنموذج الكلاسيكي يربط أو يفسر مخزون رأس المال عن طريق متغيرين "الدخل الإجمالي، معدل الفائدة" لا بمتغير واحد أي "الدخل الإجمالي"، كما رأيناه في نموذج الكلاسيك. ونستخلص من هذا النموذج أن مخزون رأس المال في علاقة عكسية مع معدل الفائدة الحقيقي، وفي علاقة طردية مع حجم المبيعات².

ويفترض في هذا النموذج الفرضيات التالية:

¹ - بشرابير عمران، مرجع سبق ذكره، ص: 19

² - بشرابير عمران، مرجع سبق ذكره، ص: 21

أ- المؤسسات تسعى لتحقيق الربح الأقصى، بحيث يكون الربح الحدي للوحدة الأخيرة لرأس المال المستمر يساوي الصفر.

ب- أسعار المنتجات لا تتأثر باتساع الإنفاق الاستثماري.

ج- رأس المال (Kt) مرتبط بالتطور المنتظر والدائم لحجم المبيعات (Q) وكذلك لمعامل رأس المال (V).

وفي النهاية يمكن القول أن التحليل النيوكلاسيكي للاستثمار يركز على مفهوم المنفعة الحدية المكتسبة من المبلغ المستثمر، بمعنى منفعة الوحدة الأخيرة المستثمرة والتي يجب أن تقارن مع سعر الفائدة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري.

3- الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي:

إن النتائج التي توصلت إليها المدرسة الكلاسيكية، كانت مخالفة لنتائج أفكار المدرسة الماركسية، رغم وجود بعض التشابه في التحليل. حيث أخذ: كارل ماركس مفهوم نظرية القيمة عن الكلاسيكيين. غير أنه وصف النظام الرأسمالي الذي حكم عليه بالزوال. ويرى أن العلاقات الاجتماعية مرتبطة ارتباط وثيق بقوى الإنتاج. وفي هذا المضمار نتطرق لبعض الأفكار المهمة لدى ماركس وعلاقتها بالاستثمار حسب النقاط التالية¹:

- يعتبر ماركس أن قيمة سلعة ما تقاس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة. أي بعدد الساعات التي استغرقتها تحويل وإنتاج السلعة.

- يتمحور تحليل كارل ماركس في نظرية فائض القيمة (la plus value) على أن الرأسمالي يشتري من العامل قوة عمله ويدفع له قيمة لقاء ذلك، ويتحدد قيمة قوة العمل كأى سلعة أخرى بوقت العمل الضروري لإنتاج السلع التي يحتاج إليها لمعيشته ومعيشة عائلته.

وهكذا يجعل صاحب رأس المال على الفارق الموجود بين قيمة المادة، أي العمل وقيمة الأجر، وهذا الفرق يسمى "بفائض القيمة"، وهذا المفهوم الأساسي للماركسيين لتحليل النظام الرأسمالي، أي استغلال الرأسمالي للعامل.

- علاقة الاستثمار بالتراكم، حيث يستطيع أصحاب رؤوس الأموال من جمع وتكديس الأموال نتيجة للأرباح التي يحصلون عليها نتيجة حصولهم على فائض القيمة. ويستعملون هذه الأموال في عملية الاستثمار، أي شراء رأس المال. ولقد قسم كارل ماركس رأس المال إلى قسمين:

¹ - لعيني عمر، إشكالية الاستثمار في الجزائر من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

* - رأس المال الثابت والذي يتكون من الآلات والمعدات والمواد الأولية .

* - رأس المال المتغير أو الدائر وهو الذي تدفع منه الأجور.

أما فائض القيمة مصدره رأس المال المتغير .

- إن الاستثمار يؤدي إلى خلق موارد إنتاجية، و بالتالي فإن سياسة التراكم تقتضي إعطاء الأولوية لقطاع إنتاج الوسائل الإنتاجية أو التوسع في الاستثمار.

- حسب كارل ماركس فإن الفائض الاقتصادي يقصد به: الزيادة في مجموع العمل تحت شكله المادي أو شكله القيمي بالنسبة للعمل الضروري. بمعنى هو عبارة عن فائض الناتج الاجتماعي الصافي عن العمل الضروري اجتماعياً للإنتاج.

كما يقسم ماركس الاستثمار إلى قسمين: أحدهما استثمار تعويضي لرأس المال. بسبب الاندثار، والثاني استثمار إضافي لرأس المال، فالحالة الأولى هي إعادة الإنتاج البسيط. أما الاستثمار الإضافي لرأس المال، فهو يمثل توسيع رأس المال الثابت، عن طريق تخصيص جزء من فائض القيمة، وتحويل إلى رأس مال نقدي ورأس مال إنتاجي "المتغير والثابت"، وأن إعادة الإنتاج في هذه الحالة تعبر عن إعادة الإنتاج الموسع.

4- الاستثمار عند كيتز:

إن حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية الكبرى سنة 1929 في الدول الرأسمالية، التي تمثلت أساساً في تقلص الطلب وانتشار البطالة، كانت نقطة الانطلاق لصدور كتاب "النظرية العامة للاستخدام والنقود والفائدة" لصاحبه جون مينارد كيتز سنة 1936، مفسراً أسباب الظواهر الخطيرة التي تنخر النظام الرأسمالي مبيناً وسائل العلاج، منتقداً النظرية الكلاسيكية قبل أن يضع منهجه الجديد. وفي إطار دراسة مفهوم الاستثمار في النظرية الكثرية تنطرق إلى النقاط الرئيسية التالية¹ :

- إن زيادة الدخل عن الاحتياجات المعيشية "الاستهلاك" لأي شخص، يتولد لدى هذا الشخص فائضاً يطلق عليه للادخار. وفي حالة توظيف هذا الجزء المدخر فيتم تسميته بالاستثمار. وفي هذا الشأن يرى كيتز أن هناك تعادل بالضرورة بين الادخار وهو الفائض من الدخل بعد الاستهلاك، وبين الاستثمار، وهو عبارة عن الجزء من الدخل الذي يذهب لزيادة التجهيزات. لذلك يتساوى الادخار مع الاستثمار، لأن كل منهما يساوي ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك في نهاية المرحلة. ومن هنا يمكن استنتاج تساوي الادخار بالاستثمار كما يلي:

$$\text{الدخل} = \text{قيمة الإنتاج} = \text{الاستهلاك} + \text{الإستثمار}$$

¹ - عارف دليلا، تاريخ الأفكار الاقتصادية، مديرية الكتب و المطبوعات، مشورات جامعة حلب، سوريا، 1977، ص : 590.

- إن المستثمر يفكر في مقدار العائدات التي يدرها الاستثمار، وفضلاً عن ذلك فإن المستثمر يفكر أيضاً في بدائل هذا الاستثمار، إذ يمكنه مثلاً شراء سندات مدرة للفائدة، أو إيداع أمواله لدى البنوك مما يعود عليه بفائدة. وهنا يقارن المستثمر بين العوائد التي يحصل عليها من جراء الاستثمار في الأصول الرأسمالية الجديدة، والفوائد التي يحصل عليها من جراء إيداع أمواله لدى البنوك أو في شراء السندات. و من هنا لكي يكون ثمة حافز للاستثمار لدى رجال الأعمال، لا بد أن يكون العائد من الاستثمار أعلى من سعر الفائدة، أو على الأقل مساوياً له. وأن العلاقة بين المردود المرتقب من الرأسمال وسعر عرضه أو كلفة استبداله، أي كلفة إنتاج وحدة إضافية من هذا الرأسمال، تعطينا الكفاية الحدية لرأس المال. ويعرف جون مينارد كيتز الكفاية (الفعالية) الحدية لرأس المال.¹

" هي سعر الخصم الذي يطبق على المردودات السنوية المتوقعة لرأس المال طول مدة حياته، يجعل القيمة الحالية لهذه المردودات مساوية لسعر عرض هذا الرأسمال."

ومن هذا التعريف تتضح العلاقة بين الغلة المتوقعة من الأصل الرأسمالي الجديد وبين سعر عرض هذا الأصل. ولا يقصد كيتز بتكلفة العرض ثمن الأصل الموجود فعلاً، بل بتكلفة إحلال هذا الأصل، بأصل جديد يشبه تماماً الأصل الذي سيتم الاستثمار فيه، لذا سمي كيتز ثمن عرض الأصل الرأسمالي الجديد " بتكلفة الإحلال".²

وبالتالي تعرف الكفاية الحدية لرأس المال بصفة عامة: بأنها نسبة الغلة المتوقعة من الاستثمار في أصل من الأصول إلى ثمن عرض هذا الأصل أو تكلفة إحلاله.³

- كذلك حسب التحليل الكيتزي فإن زيادة التوظيف في رؤوس الأموال خلال فترة معينة، تؤدي إلى تناقص الفعالية الحدية لهذا الرأسمال الموظف لعدة أسباب منها⁴:

*- أن المردود المرتقب من هذا الرأسمال يتناقص حينما يزداد عرض رأس المال.

*- إن زيادة الأصول الرأسمالية يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وبزيادة الإنتاج والعرض يؤدي إلى انخفاض سعر المنتجات، بحيث تقل المردودية المتوقعة لهذه الأصول.

*- إن زيادة الأصول الرأسمالية، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إنتاجها، بافتراض أن إنتاج هذه الأصول يتم في ظل تناقص الغلة، أو زيادة التكاليف، أي يميل سعر هذه الأصول أو تكلفة إحلالها أي الارتفاع.

¹ - جون مينارد كيتز، النظرية العامة في الاقتصاد، ترجمة نهاد رضا، دار مكتبة الحياة، بيروت، لبنان، 1939، ص: 166.

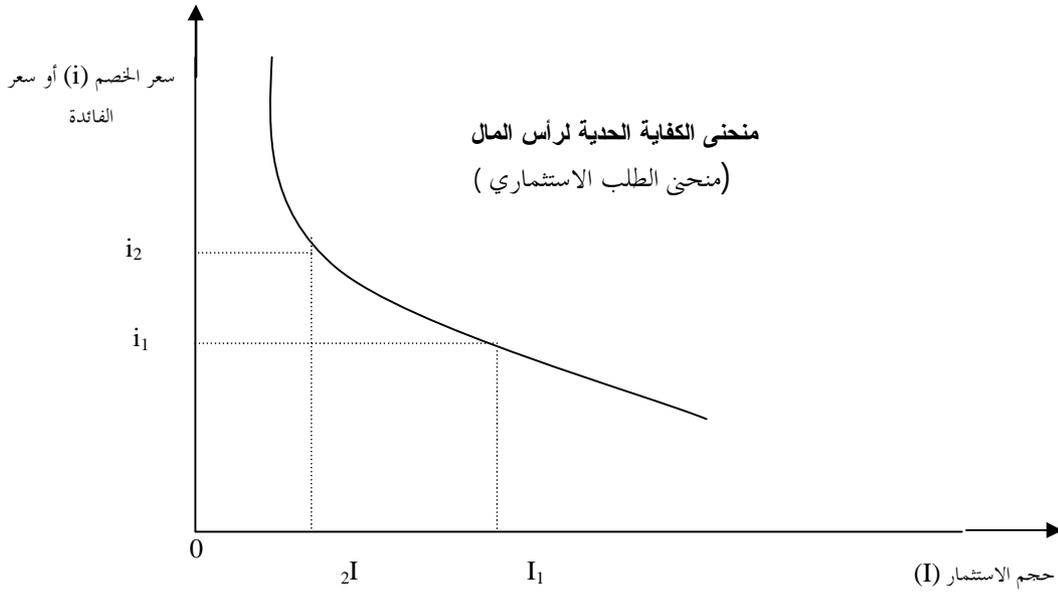
² - حسين عمر، التطور الاقتصادي، دار الفكر العربي، القاهرة، ص: 660.

³ - حسن علي خريوش، مرجع سابق، ص: 22.

⁴ - جون مينارد كيتز، تر: نهاد رضا، مرجع سابق، ص: 166.

وعلى هذا الأساس إذا زاد حجم الاستثمارات في الأصول الرأسمالية، هذا يؤدي بالكفاية الحدية لرأس المال إلى الانخفاض حسب الشكل التالي :

الشكل رقم (01/04) : منحنى الطلب الاستثماري



المصدر: عبد القادر بابا، سياسة الاستثمار في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة

دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص: 17

كل نقطة من المنحنى تمثل مستوى معين من أسعار الخصم، ومستوى الاستثمارات الذي يتماشى مع هذه الأسعار. ومن هذا الشكل تظهر العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وسعر الخصم المتوقع. إذ كلما زاد حجم الاستثمار انخفض سعر الخصم المتوقع و العكس الصحيح.

- كما أوضحنا سابقا أن هناك علاقة تربط الدخل بالاستثمار، إذ أن الدخل يؤثر في الاستثمار ويتأثر به، " ومضاعف الاستثمار" يعني كيفية تأثير الاستثمار على الدخل، أما حالة تأثير الدخل على الاستثمار تسمى "بمعدل الاستثمار".

ويقصد بمضاعف الاستثمار، ذلك المعدل العددي الذي يعبر عن مقدار الزيادة في الدخل المترتبة عن كل زيادة في الاستثمار، و يرمز بالرمز (MI) إلى مضاعف الاستثمار.

المطلب الثالث : مقومات الاستثمار

تعتبر مقومات الاستثمار جوهر الاستثمار لما تمثله محاوره، حيث قسمنا المطلب لثلاث محاور تتمثل في التالي:

أولاً - أهمية الاستثمار

للاستثمار أهمية و دور كبير في تحريك النشاط الاقتصادي، و يرجع ذلك إلى إستراتيجية الاستثمار التي لها أبعاد اقتصادية على المدى الطويل. و يمكننا أن نحدد أهميته في النقاط التالية:¹

- أهم دور للاستثمار يكون على المدى الطويل، فالاستثمار هو المحرك الوحيد و الرئيسي للنمو فهو ذو بعد في المستقبل و له منفعة شبه دائمة،
- أما النقطة الثانية و التي تخص الاستثمار فهي أهميته في استغلال المصادر الهامة و الطاقات و القدرات الجامدة للنشاط.
- إضافة إلى ذلك فالاستثمار يشترط صورة لعلامة المؤسسة بالنظر إلى تأثير المحيط الاقتصادي و المالي و بالتالي يزيد في تنوع الإنتاجية، و يفتح باب المنافسة في السوق التجارية. و المؤسسة التي لا تستثمر محكوم عليها بالزوال، و التوقف عن النشاط، لأنها لا تقوى على المنافسة و مسايرة التطورات التي تشهدها نوعية المنتجات.
- كما أن الاستثمار هو العامل الرئيسي للتنمية و النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فقد ساهمت الاستثمارات في الوصول إلى مستوى معيشة مرتفع في الدول المتقدمة و بعض الدول النامية.
- كذلك الاستثمار يخلق أساسيات التنمية، حيث أن ندرة رأس المال و الاستثمار يؤثر في التنمية، و كذلك يؤثر على عوامل الإنتاج الأخرى. و للإسراع في التنمية لابد أن تواكبه زيادة الاستثمارات، و استغلال الطاقات و الإمكانيات المتاحة للمجتمع أحسن استغلالاً.
- بذلك نجد أن الاستثمار مهم للمؤسسة كوحدة اقتصادية، حيث يعتبر سر وجودها و عامل استمرارها و تطورها، هذا على المستوى الجزئي أو الوحدوي. كما انه يعتبر عماد التنمية و النمو للاقتصاد الوطني على المستوى الكلي. لذلك نجد أن الدول تسعى جاهدة لجذب و تطوير و ترقية الاستثمارات، لما لها من تأثير ايجابي على مختلف النواحي و الأطراف.

¹ - Bussey Charois, Analyse et Evaluation des Projets d Investissements, Paris, 1999, p ;64

ثانيا - أهداف الاستثمار:

وتكمن أهداف الاستثمار رغم تنوعها بنجملها في المحاور التالية:¹

1- الأهداف الاقتصادية: و تتمثل فيما يلي:

- زيادة الإنتاج السلعي و الخدمي الممكن تسويقه بفاعلية، و بالتالي تحقيق دخول مناسبة لعوامل الإنتاج فضلا عن زيادة الدخل الوطني.
- زيادة قدرة الاقتصاد الوطني على تشغيل عامل الإنتاج، و إيجاد فرص التوظيف من القوى العاملة و رأس المال و الأرض و الإدارة، بالشكل الذي يقضي على البطالة في كافة صورها و أشكالها.
- تعظيم الربح لأنه الهدف الذي يسعى المشروع لتحقيقه، كعائد على رأس المال المستثمر و لزيادة نموه و تطوره.
- زيادة قدرة المشروع على الاستخدام الأكفأ و الأعلى لعوامل الإنتاج خاصة المواد الخام و الطاقة، باستخدام الطرق التشغيلية و التكنولوجية المتقدمة.
- القيمة الاقتصادية للموارد الطبيعية المتوفرة بالدولة.
- زيادة قدرة جهاز الإنتاج الوطني على إتاحة مزيد من السلع و الخدمات و عرضها بالسوق المحلي، لإشباع حاجة المواطنين، و كذلك للحد من الواردات و العمل على زيادة قدرة الدولة للتصدير و لتحسين ميزان المدفوعات.
- تعميق التصنيع المحلي للخدمات المحلية و السلع الوسيطة المنتجة محليا، لزيادة قيمتها المضافة و بالتالي زيادة العائد و المردود الاقتصادي.
- تقوية بنیان الاقتصاد الوطني بالشكل الذي يعمل على تصحيح الإختلالات الحقيقية القائمة فيه، و يعيد توزيع المساهمات و مشاركة القطاعات الإنتاجية المختلفة.
- توفير ما تحتاجه الصناعات و أوجه النشاط الاقتصادي الحالية من مستلزمات الإنتاج و المعدات و الآلات الخاصة بها.

2- الأهداف التكنولوجية²: و تتمثل فيما يلي:

- تطوير التكنولوجيا و أساليب الإنتاج المحلية لتصبح أفدر على الوفاء باحتياجات الدولة و الأفراد.
- تطوير و استيعاب التكنولوجيا و أساليب الإنتاج التي تم استيرادها من الخارج لتصبح مناسبة للظروف المحلية.

¹ - آدم مهدي أحمد، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية، الشركة العالمية للطباعة و النشر، القاهرة، 1999، ص: 7

² - لعبي عمر، مرجع سابق، ص: 44

- المساعدة في إحداث التقدم التكنولوجي السائد، بتقديم النموذج الأمثل الذي يتم الأخذ و الإقتداء به من جانب المشروعات المماثلة و المنافسة.

- اختيار الأنماط و الأساليب التكنولوجية الجديدة المناسبة لاحتياجات النمو و التنمية بالدولة.

3- الأهداف الاجتماعية¹:

- تطوير هيكل القيم و نسق العادات و التقاليد بالشكل الذي يتوافق مع احتياجات التنمية الاجتماعية والاقتصادية و القضاء على السلوكيات الضارة.

- تحقيق التنمية الاجتماعية المتوازنة، بين مختلف مناطق الدولة عن طريق استخدام المشروع الاستثماري كأداة للإسراع بتنمية و تطوير بعض مناطق الدولة.

- القضاء على كافة أشكال البطالة، على بؤر الفساد الاجتماعي و الأمراض الاجتماعية الخطرة التي تفرزها البطالة.

- تحقيق العدالة في توزيع الثروة و ناتج تشغيل هذه الثروة على أصحاب عوامل الإنتاج.

- تحقيق الاستقرار الاجتماعي و الإقلال من حالات التوتر و القلق الاجتماعي و ذلك بتوفير احتياجات المجتمع من السلع و الخدمات الضرورية.

- إرساء روح التعاون و العمل كفريق متكامل و بعث علاقات متطورة بين العاملين في المشروع الاستثماري.

4- الأهداف السياسية :

- تعزيز القدرات التفاوضية للدولة مع الدول الأخرى و المنظمات.

- إيجاد قاعدة اقتصادية تعمل على تعميق و تعزيز الاستقلال الوطني بمضمونه الاقتصادي

- زيادة القدرة الأمنية و أداء النظام السياسي بشكل قوي من خلال توفير أساس اقتصادي قوي

يرفع من مكانة الدولة سياسيا في المجتمع الدولي.

- تغيير نمط و سلوكيات البشر و انتظامهم في كيانات و منظمات و مشروعات تجعل منهم قوة

فاعلة في المجتمع تؤكد أمن الوطن.

- تغذية القدرات الدفاعية و الحربية للدولة سواء للاستخدام العسكري أو لاستخدام السلم².

¹ - لعبي عمر، مرجع سابق، ص: 56

² - منصورى الزين، آلية تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 24

ثالثاً- مناخ الاستثمار:

يعتبر المناخ الاستثماري نتاج تفاعل العوامل الاقتصادية الاجتماعية والسياسية والتي تؤثر على ثقة المستثمر وتعمل على تشجيعه وتحفيزه إلى استثمار أمواله في دولة ما دون الأخرى، إلا أن نصيب أي دولة من الاستثمارات يعتمد على عوامل كثيرة أهمها المناخ الاستثماري للدولة الجاذبة للاستثمارات والمحفزة للاستثمار بهذه الدولة .

1- مفهوم المناخ الاستثماري:

هناك أكثر من تعريف للمناخ الاستثماري، حيث يرى الاقتصاديون أنه "البيئة التي يمكن للقطاع الخاص" الوطني والأجنبي"، أن ينمو في رحابها بالمعدلات المستهدفة حيث ان تهيئة هذه البيئة تعد شرطاً ضرورياً لجذب الاستثمارات"

كما عرف المناخ الاستثماري بأنه " مجموعة الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والسياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته من بلد إلى آخر".

كما عرف المناخ الاستثماري في دراسة أخرى بأنه " مجمل الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية والطبيعية المحيطة بأي مشروع استثماري، والتي تؤثر بشكل أو بآخر في اتخاذ المستثمر لقراراته بدءاً من فكرة الاستثمار حتى يجني المستثمر ثمار استثماراته وتوسعاته.

إن مفهوم المناخ الاستثماري يمكن أن ينظر إليه على أنه يتمثل في "ذلك النظام الذي يتفاعل مع بيئة المجتمع بما يحتويه من أفراد ومنظمات وقطاعات مختلفة والمتغيرات السياسية والاجتماعية والاقتصادية والقانونية والتشريعية والثقافية والطبيعية"، هذا بالإضافة إلى العناصر الأساسية المكونة له، ومقومات نجاحه التي تعمل من خلال مجموعة من القوانين والسياسات والمؤسسات الاقتصادية المؤثرة في ثقة المستثمر والجاذبة له بأقل مخاطر وأعلى عائد محقق". كما أن المناخ الاستثماري هو " محصلة إدارة جيدة للاقتصاد الوطني، باستخدام أدوات السياسة الاقتصادية (خاصة المالية والنقدية)، بهدف زيادة معدلات النمو الاقتصادية وإطلاق قدراته التنافسية محلياً وعالمياً"¹.

2- أهمية المناخ الاستثماري:

ترجع أهمية المناخ الاستثماري الجيد إلى تحقيق الثقة للمستثمر وزيادة عامل الأمان من مخاطر الاستثمار وخاصة انسياب الأموال من الخارج إلى داخل الدولة المستثمر بها. وهنا يحقق المناخ بذلك مساهمة فعالة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومواجهة المتغيرات العالمية، والتكتلات

¹ - علي لطفى، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2009، ص:

الاقتصادية الدولية، وظاهرة العولمة وما تحقّقه من تنافسية عالمية بالإضافة إلى الثورة التكنولوجية العالمية السائدة.

3- عناصر المناخ الاستثماري: يمكن إيضاحها فيما يلي:

- جهاز مالي قادر على تحقيق الاستقرار في جهاز الأسعار وتحقيق التشغيل الكامل، وذلك بتحقيق التوازنات المالية لهدف النمو المطلوب والمعتمد على الهيكل الضريبي وتنظيم أولويات الإنفاق الحكومي.
- سلطة نقدية محققة للاستقرار النقدي مستخدمة بذلك أدوات السياسة النقدية لتحقيق أهداف النمو، وللمساهمة في تحقيق استقرار اقتصادي وخلق مناخ استثماري جاذب لرؤوس الأموال الأجنبية.
- سياسة تجارية مرتكزة على التوجه الخارجية لزيادة القدرة التنافسية في الأسواق المحلية، وزيادة قوى الدفع لخلق منشآت قادرة على الابتكار، إضافة للمزايا التنافسية داخل الاقتصاد ككل.
- سوق عمل قادر على تنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية بنجاح معتمد على معدل الأجر الحقيقي، حيث يعمل على تخصيص عوامل الانتاج المحلي في استمرار القدرة التنافسية للوصول إلى العالمية.
- ويعتبر اجتماع هذه العوامل معا شرطا أساسيا مهما في توفير مناخ استثماري مستقر.

4- مقومات نجاح المناخ الاستثماري:

- ولنجاح المناخ الاستثماري نجد أهمية توافر البنود التالية:
- مكونات المناخ الاستثماري، وذلك بتوفير استقرار سياسي واجتماعي وثقافي واقتصادي.
- عناصر المناخ الاستثماري، والمتمثل في السياسات الاقتصادية المتبعة داخل الدولة.
- التغلب على معوقات ومشاكل الاستثمار.
- درجة التقدم التكنولوجي المحققة داخل الدولة.
- إلا أن فئة من الاقتصاديين ترى أن مقومات المناخ الاستثماري الجيد تعتمد على تحقيق الإصلاح الاقتصادي والخصوصية، وترتكز على ما يلي:
- زيادة الاستثمار في القوى البشرية من تعليم وصحة وعلاج وتدريب.
- إيجاد مناخ استثماري مناسب أمام المشروعات جميعا وفقا لأولويات السوق.
- تحرير التجارة الخارجية وفتح مجال أوسع للاستثمارات الأجنبية.
- الإصلاح الاقتصادي للهيكل التمويلية داخل الدولة، والذي يتطلب تطوير التشريعات الاقتصادية أول بأول، وتنشيط سوق المال، وجدولة الديون للشركات المتعثرة، واستثمار وتطوير البحث العلمي خاصة الرقابة المالية والادارية.

المبحث الرابع : مجالات ومحددات الاستثمار وأدواته

الاستثمار عنصر حساس للكثير من العوامل المؤثرة، لذلك كان الاستثمار كثير التقلبات وغير مستقر، وتفسير هذه التقلبات والتغيرات يعد أمراً بالغ الأهمية في التحليل الاقتصادي، ذلك أنه لو أمكن تفسير هذه التقلبات، فإننا نكون قد قطعنا شوطاً كبيراً في تفسير التغيرات المنتظمة في الدخل الوطني. ومن خلال ما تقدم قمنا بتسليط الضوء على مجالات ومحددات وأدوات الاستثمار من خلال ثلاث مطالب هي كالتالي:

المطلب الأول : مجالات الاستثمار

المطلب الثاني: محددات وأدوات الاستثمار

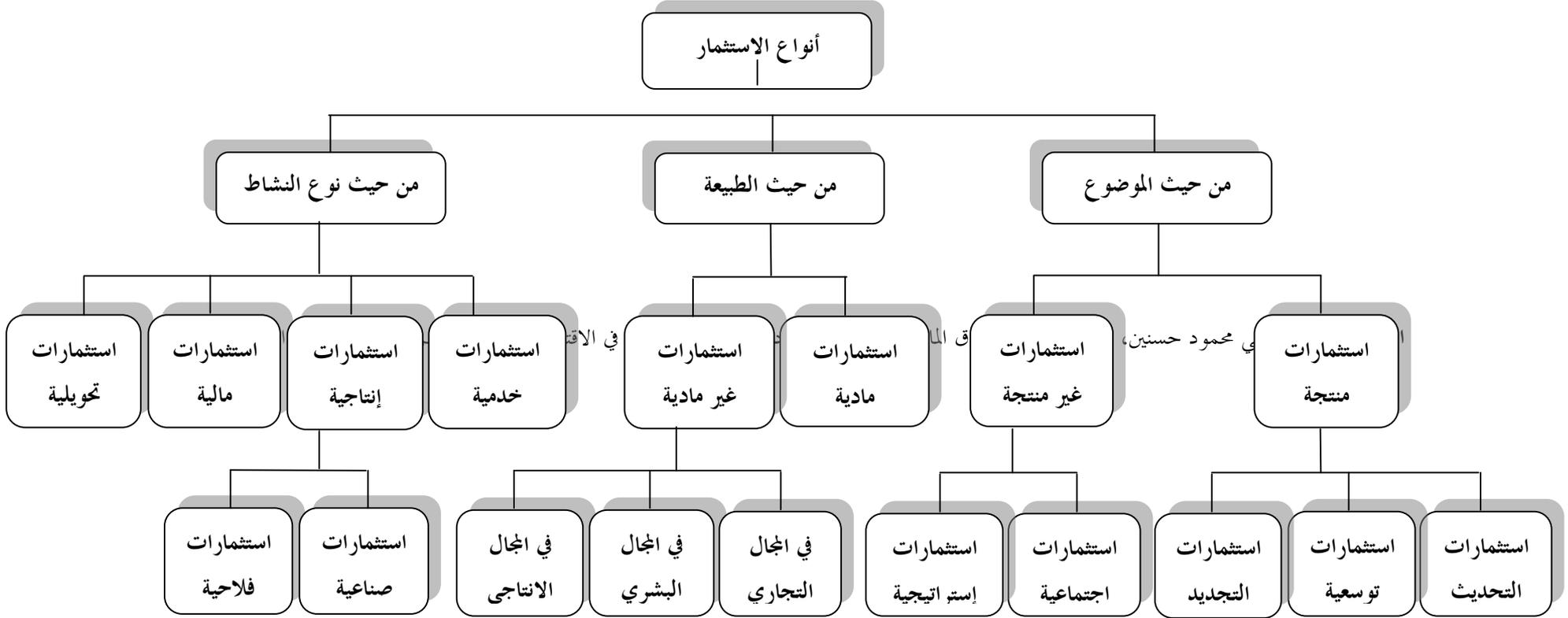
المطلب الثالث: عوائد الاستثمارات ومخاطرها

المطلب الأول : مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجالات الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلاً عن استثمارات حقيقية أو استثمارات مالية، فإننا نتجه نحو مجال الاستثمار، أما إذا وجدنا مستثمراً يوظف أمواله في سوق العقار بينما مستثمر آخر يوظف أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا يتجه في هذه الحالة نحو أداة الاستثمار. وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، ويمكننا تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، حيث توجد في هذا الصدد عدة تبويبات ولكن نحاول التطرق لأهم هذه التبويبات المتعارف عليها وهي: التبويب الجغرافي النوعي، حسب الهدف من الاستثمار، حسب مدة الاستثمار، والتبويب حسب طبيعة الاستثمار. والشكل التالي يوضح ذلك

الشكل رقم 1/02

أنواع الاستثمار



أولاً - التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار¹: تنحصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية وأجنبية.

1 - استثمارات محلية: ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياساً على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أوراق مالية. . الخ.

2 - استثمارات أجنبية "خارجية": وتشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من جلاء المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

ويمكن تعريفها بشكل آخر²: الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية، ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

نجد أن للاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا، كما أن لها عيوب أيضاً، ومن أهم مزاياها أن :

- 1 - توفر الاستثمارات الأجنبية على مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع.
- 2 - تنوع الأدوات الاستثمارية تمنح المستثمر توزيع مخاطر الاستثمارات.
- 3 - تتميز مجالات الاستثمار بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، الذهب وأسواق العقار.
- 4 - تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة إضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين.
- 5 - توفر العديد من الامتيازات تمنحها الدول المضيفة للاستثمارات الأجنبية منها مثلاً : الإعفاءات والحوافز الجبائية.

لكن ومع المزايا المتعددة المشار إليها أعلاه، فإن لهذا الصنف من الاستثمارات بعض الاعتبارات التي لا بدّ من مراعاتها من قبل المستثمرين، لعل من أهمها : ارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة باحتمالات تغير

¹ - حسين علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره ص: 34.

² - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط5، 2009، ص: 76

الظروف السياسية والأمنية خاصة في الدول النامية إلى تغيرات معدلات التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار الصرف. . . الخ.

ثانياً - التويب النوعي لمجالات الاستثمار¹: تبوب الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل

الاستثمار إلى :

1 - استثمارات حقيقية أو اقتصادية :

يعتبر الاستثمار حقيقياً² إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة. والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية ومن أمثلة ذلك، المشاريع الاقتصادية، العقارات، الذهب، السلع والخدمات. . . الخ، حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. ونجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها³:

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة

- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً: "تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين. . . الخ.

- اختلاف درجة المخاطرة في الاستثمار الحقيقي من أصل لآخر مع الإشارة هنا إلى أن الأصول غير

متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم.

2 - الاستثمارات المالية :

تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويتمثل هذا الأصل المالي حقاً مالياً يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي عموماً لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للناتج الوطني، رغم التغير الحادث في أسعار هذه الأوراق، إلا إذا كان إصدار هذه الأسهم يهدف لتمويل

¹ - حسين علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 35.

² - أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الأردن، ط1، 1997، ص: 19.

³ - محمد مطر، مرجع سابق، ص: 79 - 80

عملية توسع لصالح مؤسسة معينة أو خلق مشروع جديد محتمل. فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية، وكما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا وعيوب، لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها. لكن المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطاباً لأموال المستثمرين أفراداً ومؤسسات. وستولى عرض هذه المزايا بالتفصيل في مكان لاحق.

ثالثاً - التقييم حسب الهدف من الاستثمار¹: حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية

إلى استثمارات توسعية، إستراتيجية واستثمارات في مجال البحث والتطوير.

1 - استثمارات توسعية :

حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية والبيعية للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحودية للمنتجات.

2 - استثمارات إستراتيجية:

يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار إستراتيجي معين.

3 - الاستثمار في مجال البحث والتطوير :

إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة، ونجد أن هذا الاستثمار يهدف أساساً إلى تدنئة التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وهذا عن طريق تكتيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي، وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق.

يمكن الإشارة إلى أنه قد نجد أن استثمار معين يجمع بين عدة أنواع في نفس الوقت، كاستثمارات التوسعية مثلاً : فقد تؤدي أيضاً إلى تحقيق أغراض إستراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

¹ - حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، ط1، 1991، ص: 40-42

رابعاً- التبيوب حسب مدة الاستثمار¹: حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى :

1 - استثمارات قصيرة الأجل :

وهي استثمارات التي يتم إنجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبياً، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ونجد أن لهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أن الأكثر انتشاراً في الاستثمارات المالية، حيث نجد في هذا الصدد، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية القصيرة الأجل.

2 - استثمارات متوسطة الأجل :

حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين ولا تزيد عن سبع سنوات ولهذا الاستثمارات عدة أشكال، حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشاراً، مثل مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات. . . الخ.

3 - استثمارات طويلة الأجل:

نجد أن هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازها في مدة عموماً تفوق سبع سنوات وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبياً كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع عقارات للكراء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلاً مبنى الإدارة، مبنى المخزن. . . الخ.

خامساً- التبيوب حسب طبيعة الاستثمار²: حيث تصنف الاستثمارات في هذا النطاق إلى :

1 - الاستثمار المادي :

حيث يعبر هذا الصنف عن موجودات المؤسسة من الأصول المادية الملموسة : العقارات، الآلات والمعدات المستعملة في النشاط.

2 - الاستثمار البشري :

ويصطلح على هذا الصنف من الاستثمار رأس المال البشري، حيث يُعتبر عملية توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع أو مؤسسة ما نوعاً من الاستثمار، باعتبار أن ما يقدمه هذا الشخص من خدمات لمصلحة المؤسسة يؤدي إلى زيادة الإنتاجية وبالتالي الربحية. حيث يجب الإشارة إلى ضرورة مراعاة أن تكون القيمة المضافة لهذا العامل أكبر من تكلفته على المؤسسة.

كما أن تكاليف تكوين وتدريب العمال تعتبر نوعاً من أنواع الاستثمار في المجال البشري.

¹ - عقيل جاسم، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999، ص: 18-22

² - شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص: 12

المطلب الثاني: محددات وأدوات الاستثمار

نقصد بالعوامل المؤثرة هي تلك المحددات والمعايير التي تؤثر في قرار المستثمر، وعلى أساسها يتم اتخاذ القرار بالاستثمار من عدمه، كما يمكن النظر إلى أدوات الاستثمار باعتبارها الوسائل التي يقوم المستثمرون من خلالها بتوظيف أموالهم في أسواق الاستثمار، وقد تكون اصولاً حقيقية أو مالية وذلك بغية تنمية قيمتها وتعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها. من خلال هذه المقدمة قمنا بتقسيم المطلب إلى محورين على الشكل التالي:

أولاً - محددات الاستثمار:

هناك عوامل ومحددات يجب مراعاتها حينما يتخذ المستثمر قراره بالاستثمار، وتختلف أهمية هذه العوامل من المستثمر الخاص إلى المستثمر العمومي، فتعظيم العوائد والأرباح تحتل الصدارة عندما يتعلق الأمر بالمستثمر الخاص، أما عندما تقوم الدولة بالاستثمار الاجتماعي فتوفير الخدمات وتحسينها وتحسين المستوى المعيشي للمواطن تكون في المقام الأول.

إن محددات الاستثمار عديدة ومتشابهة ولكننا سنبينها في العناصر التالية:¹

1- متطلبات السيولة: الأصل السائل هو الأصل الذي يمكن تحويله بسهولة إلى نقد أو أموال جاهزة بقيمة تقارب قيمته السوقية العادلة، وتكتسب الأصول سيولة أكبر عندما تكون في دائرة اهتمام العديد من المستثمرين والمتداولين. إذ تأتي أدوات الخزينة على سبيل المثال على رأس الأصول السائلة. أما العقارات والمشاريع الناشئة فتفتقد صفة السيولة.

2- المدى الزمني للاستثمار: هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار وتفضيلات السيولة والقدرة على إدارة عنصر المخاطرة، فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية ويميل بالتالي إلى تحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة. إذ تعوض الخسائر أو التدفقات السلبية في السنوات اللاحقة بفضل العوائد التي يمكن أن تتولد فيها. في حين يميل المستثمر الذي يفضل الاستثمار في الأجل القصير الأصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية، لأن التخلص من أثر الخسائر في حال تحققها أصعب في الأجل القصير.

3- الاعتبارات الضريبية: تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخلى في تكوين محفظته الاستثمارية. فالاعتبارات الضريبية تعقد المسألة عندما تضم المحفظة بين مكوناتها استثمارات أو أصولاً أجنبية. ومن المعلوم أن الأرباح أو الخسائر الرأسمالية تنشأ عن التغيرات في سعر الأصول. وهذه النتائج تخضع أيضاً لمعاملة ضريبية تختلف عن معالجة الأرباح الإيرادية. إذ

¹ - المرجع أعلاه، ص: 13

تفرض الضريبة على الدخل الإيرادي لحظة تحققه، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل وإثبات الربح أو الخسارة. كما تعامل الأرباح الرأسمالية غير المحققة فعلا معاملة خاصة، إذ أنها تعبر عن الارتفاع الحاصل في قيمة الأصول الذي لم يتجسد بعد عبر عملية بيع الأصول، حيث لا تخضع الأرباح الرأسمالية عادة للضريبة الفعلية إلا بعد بيع الأصل بسعر تتجاوز تكلفته سعر الشراء¹.

4- الائتمان المصرفي: إن مدى توفر الائتمان المصرفي في السياسة الداخلية للبنوك التجارية أو البنوك المتخصصة لدعم المشاريع أو شركات الأعمال سواء في رأس المال العامل (التشغيلي) أو رأس المال الثابت (الرأسمالي)، يعتبر عاملا محددًا ومؤثرًا على الاستثمار، فإن توافر القروض البنكية يساهم في دعم وتشجيع الاستثمار، وبالعكس في حالة تقنين القروض قد يؤدي إلى تحجيم الاستثمار².

5- النقد الأجنبي: إن شراء السلع الرأسمالية كالألات التي يتم الاحتياج إليها لغرض الإنتاج وتقديم الخدمات، والتي يتم استيرادها من خارج الدولة وخاصة في الدول النامية، وينشئ الحاجة إلى النقد الأجنبي لشراء هذه السلع، وربما لا يكون ذلك متاحا لسداد قيمتها، مما يؤثر ذلك سلبا على القرار الاستثماري.

6- عدم الاستقرار الاقتصادي: إن عدم الاستقرار الاقتصادي يؤثر سلبا على عملية الاستثمار في البلد من خلال جوانب عديدة منها ارتفاع معدلات التضخم والتي تؤثر على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع التي تكون فيها الإدارة غير مغمرة، فإن حالة عدم التأكد تجعل هذه الإدارات تعيد هيكلة استثماراتها بعيدا عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة وهذا يؤدي إلى انخفاض الاستثمار (حالة الانكماش في الاقتصاد العام)³.

7- ارتفاع المديونية الخارجية للدولة: إن ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤثر سلبا على الاستثمار الخاص من خلال مجالات عديدة منها: استخدام الموارد المتاحة لخدمة المديونية العامة، وربما يجعل الاستثمار العام يزاحم الاستثمار الخاص، كذلك قد يؤدي ارتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدل ادخارها أو استثمارها في داخل البلاد، (وهذا قد يؤدي بصورة غير مباشرة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المطلوب للاستثمار).

وبالعوض يحدد العوامل التالية التي تؤثر على القرار الاستثماري وهي:⁴

¹ - منصور الزين، مرجع سابق، ص: 19

² - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمارات بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص: 38

³ - منصور الزين، مرجع سابق، ص: 25

⁴ - أسامة بن محمد باحنشل، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1999، ص: 109

أ- سعر الفائدة حيث يعتبر عاملاً مؤثراً على حجم الاستثمار وبشكل عكسي وفق المفهوم الاقتصادي للاستثمار. فمعدل الفائدة هو باختصار التكلفة الفعلية مقابل استدانة المستثمر للأموال.¹

ب- الكفاءة الحدية لرأس المال المستثمر أو العائد على رأس المال المستثمر.

ج- التقدم التكنولوجي في اقتصاد الدولة.

د- درجة المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار سواء أكانت مخاطر منتظمة أم غير منتظمة.

هـ- مدى توفر الاستقرار السياسي أو الاقتصادي اللذين يساهمان في خلق المناخ الاستثماري للدولة.

و- أسعار النفط: ويعتبر هذا العامل من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، خاصة في البلدان المصدرة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات البلد الذي صرف المزيد من الأموال على المشاريع التنموية للاقتصاد، وهذا ما يؤثر على جميع مفاصل حياة المواطنين، وبالتالي على الاستثمار في الأسواق المالية.²

ي- عوامل أخرى: مثل مدى توفر الوعي الادخاري أو الاستثماري لدى جمهور المستثمرين أو مدى توفر الأسواق المالية الكفؤة في البلد، وغيرها.

هناك الكثير من العوامل الاقتصادية المؤثرة في الاستثمار، إلا أن هذه المحددات (العوامل) التي سبق ذكرها تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر والواضح في السوق. ومن أهم العوامل كذلك الأكثر تأثيراً على الاستثمار والتي لا تبدو للعيان وهما الأمان والاطمئنان قبل الربحية. وعلى المستثمر معرفة كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط الاستثمار وخاصة سوق الأوراق المالية، وعلى المستثمر أن يكون متابعاً جيداً للأحداث والمتغيرات البيئية بشكل عام لكي يكون قادراً على تحديد آثارها على الاقتصاد.

ثانياً - أدوات الاستثمار:

يمكن النظر إلى أدوات الاستثمار باعتبارها الوسائل التي يقوم المستثمرون من خلالها بتوظيف أموالهم في أسواق الاستثمار، وقد تكون أصولاً حقيقية أو مالية وذلك بغية تنمية قيمتها وتعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها. نستعرض أهمها حسب أهميتها في الاقتصاد الوطني ودرجة سيولتها وسهولة تداولها كما يلي:

¹ - حسن إبراهيم بلوط، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، ط1، 2002، ص: 348

² - عبدالرؤوف رابعة وسامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم، ندوة هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2006، ص: 07

1- الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار المتاحة نظرا للمرونة التي تتمتع بها والمزايا التي تحملها، وهي على عدة أنواع تختلف من حيث العائد والمخاطر والحقوق ولها العديد من القيم، فهناك القيمة الاسمية للأصل التي تتحدد وفق النصوص والتعليمات القانونية، وهذا لا يعني أنها تباع وتشتري بهذه القيمة فقط إذ مع مرور الوقت تتشكل العديد من القيم للورقة المالية كالقيمة السوقية التي تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة التصفوية وقيمة الاصدار، كما أن عوائدها تنوع فقد يكون العائد جاري يتحقق من توزيع الأرباح أو الفوائد الدورية الجارية، وعائد أو خسارة رأسمالية التي تنتج كنتيجة لارتفاع أو انخفاض سعر بيع الأصل مقارنة بكلفة الشراء من قبل المستثمر، وتتصف الأوراق المالية بسهولة تحويلها إلى سيولة نقدية لهذا تتصف بانخفاض المخاطر التسويقية، أي مقدار الزمن اللازم لتحويل الأوراق المالية إلى نقد ولكن تتعرض لمخاطر أخرى سنذكرها لاحقا ويحقق الاستثمار في الأوراق المالية هدي في الربحية والسيولة في آن واحد.¹

2- العقارات كأداة للاستثمار :

هذا النوع من الاستثمار يمكن مشاهدته على حقيقته ويعد من الاستثمارات المربحة والمقبولة من قبل مجموعة صغيرة من المستثمرين الخبراء في هذا المجال وتحتاج إلى رأسمال كبير للاستثمار، ويأتي الاستثمار في العقارات بالمرتبة الثانية من بين أدوات الاستثمار الأخرى كون العقارات متاحة بشكل واسع للمستثمرين إضافة إلى المزايا التي يتمتع بها الاستثمار في العقار. وهناك شكلان للاستثمار في العقار:

أ- الاستثمار المباشر ونقصد بذلك شراء العقار الحقيقي أي شراء أراضي أو مباني أو شقق من قبل المستثمر مباشرة ويقوم بإدارتها من قبله.

ب- الاستثمار غير المباشر عندما يتم شراء سند عقاري صادر عن البنك العقاري أو المشاركة في محفظة مالية لإحدى الشركات التي تتعامل بالعقارات أو الاستثمار في المنتجعات السياحية.

وتتمثل خصائص الاستثمار في العقار بالعناصر التالية:

1- يتسم الاستثمار في العقار بارتفاع درجة الأمان على الأموال المستثمرة حيث يتم حيازة الأصل ويسجل باسمه ويتمتع بحرية التصرف الكاملة به.

2- لتشجيع الاستثمار في العقارات تمنح أكثر دول العالم مزايا وإعفاءات ضريبية للمستثمرين في العقارات.

¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص: 53

- 3- يمكن الحصول على عوائد مرتفعة نسبيا نتيجة الاستثمار في العقار، إذا تم الاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية وكان الاستثمار مبني على دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية وحسن التنبؤ، ويمكن الحصول على إيراد جاري وكذلك ربح رأسمالي إذا كان العقار عمارة سكنية أو تجارية.
- 4- لا يتمتع سوق العقار بالمرونة نتيجة لعدم توفر السوق الثانوي له، ويتميز بالانخفاض النسبي في السيولة وبارتفاع تكاليف عملية البيع والشراء خاصة إذا لم يتمتع بالإعفاءات الضريبية.

3- الاستثمار في السلع:¹

تعد السلع إحدى أدوات الاستثمار المهمة نظرا لكونها تتمتع بمزايا اقتصادية خاصة تجعل منها أداة استثمارية جيدة، وخاصة مجموعة السلع التي تتعامل بها اسواق متخصصة ومعروفة تحدد أسعارها وترتب أصنافها داخل هذه الأسواق، مثل سوق الذهب في لندن و القطن في نيويورك... الخ. وأغلب عقود التعامل بهذه السلع تتم بطريقة العقود المستقبلية، وتشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالأوراق المالية في كثير من الوجوه، إذ أن لكل منهما أسواقا متماثلة إلى حد كبير فيما عدا أن للأوراق سوقا ثانويا لا يتوفر مثيل له للسلع، كذلك يتمتع الاستثمار في السلع بدرجة عالية من السيولة كالأستثمار في الأوراق المالية، كما أن أسعار كل منهما تكون معلنة في السوق .

عموما وحتى تتوافر لسلعة معينة سوق متخصصة لا بد من توفر حد أدنى من الشروط نلخصها فيما يلي:

- أن تكون السلع متجانسة
- أن تكون قابلة للترتيب أو التصنيف في درجات أو أصناف حسب جودتها مثل: قطن باب أول، وقطن باب ثاني، وذهب عيار 18، وذهب عيار 21 .
- أن تسود سوق السلعة منافسة كاملة تحد من نشوء الاحتكار، وهذا يتطلب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين.
- أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية "الخام"، أو نصف المصنعة فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية كسبائك الذهب والفضة، والسكر، والنفط.

¹ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 84

وتتصف عملية المتاجرة بالسلع بشكل عام بالخواص التالية¹:

- درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في السلع تكون عالية نسبيا بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى. ذلك لأن قابلية السلع للتخزين محدودة وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، وهذا يعرض المستثمر لاحتمالات الخسارة.
- يترتب على ارتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها. للحد من هذه الظاهرة تضطر بعض الأقطار إلى سن قوانين خاصة تضع بموجبها حدودا دنيا لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعودا أو هبوطا في البورصة.
- الأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبيا بالمقارنة مع ما هو عليه في أدوات الاستثمار الأخرى، فعمر العقد المستقبلي يحدد في العادة بستين كحد أقصى.
- تشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالعقار من حيث توفر الفرص الكبيرة للمتاجرة بالملكية، من هنا وتتوفر الخبرة المتخصصة يمكن لهذه الميزة أن تحقق للمستثمر في السلع عائدا مرتفعا على استثماره.
- لا يتقاضى السمسار في بورصة السلع سوى عمولة واحدة على الصفقة الكاملة أي على عملية البيع والشراء. وهذا عكس ما يحدث في بورصة الأوراق المالية، حيث يتقاضى السمسار عمولتين أحدهما من البائع والأخرى من المشتري.

4- المشروعات الاقتصادية:

- وهي أكثر أدوات الاستثمار انتشارا وتتمثل في المشاريع الصناعية أو التجارية أو الزراعية، وتتصف مثل هذه الاستثمارات بكونها استثمارات في أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات ووسائل النقل وغيرها، ومن مميزاتها أنها تساهم بإنتاج القيمة المضافة للاقتصاد الوطني " أي إضافة قيمة جديدة للاقتصاد" وتزيد من ثروة المالكين وعلى مستوى البلد فإنها تؤدي إلى زيادة في الناتج الإجمالي المحلي وفي تراكم رأس المال الثابت².

خصائص الاستثمار في مثل هذه المشاريع:

- يتصف العائد بالاستمرارية والمعقولية مقارنة بكلفة الاستثمار لأنه قائم على أساس دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشروع ولكون فترة الاستثمار طويلة.
- ارتفاع هامش الأمان وانخفاض درجة المخاطر لاعتماد هذه المشاريع على الدراسات الاقتصادية والمالية التفصيلية لبيئة المشروع الخارجية والعوامل الداخلية وطبيعة الإنتاج وحجم الطلب... الخ.

¹ - المرجع أعلاه، ص: 85

² - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 85-86

- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملائمة مع طبيعة المستثمر وميوله وإمكانياته.
- غالبا ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه وخاصة في المشاريع الفردية، أو يستعين بخبرات إدارية كفوءة في المشاريع المساهمة.
- ارتفاع حجم الفائدة المتحققة للمجتمع من الاستثمار في هذه المشاريع لأنها تؤدي إلى إنتاج السلع والخدمات أي تزيد من الناتج المحلي الإجمالي، وفي الوقت نفسه توظيف الأفراد القادرين على العمل وتساهم في تنشيط القطاعات الاقتصادية المساندة إضافة إلى الخدمات الأخرى التي تقدمها هذه المشاريع.
- انخفاض درجة السيولة لعدم وجود سوق ثانوي يتعامل بها.

5- العملات الأجنبية:

- تظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية من كونها نتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية، وظهرت أهمية هذه السوق بعد الغاء تحويل الدولار إلى ذهب واستخدام نظام تعويم أسعار العملات الأجنبية بعضها تجاه البعض الآخر وخاصة الرئيسية منها، ويعتمد سوق العملات الأجنبية على الأسعار المعروضة من قبل أشهر البنوك العالمية في سوق نيويورك، لندن، طوكيو وفرانكفورت، وهو سوق يعمل على مدار الساعة وتتحدد أسعار العملات حاليا مقابل بعضها في أسواق حرة تسمى سوق القطع الأجنبي، وبفعل تأثير قانون العرض والطلب تتحدد أسعار الصرف الأجنبي، وعند التعامل بالعملات الأجنبية كأدوات استثمارية، يجب العلم بأنها أداة استثمارية حساسة جدا وتتأثر بعوامل متعددة منها اقتصادية وسياسية وغيرها وهذا أدى إلى ارتفاع درجة المخاطر للتعامل فيها، ويتعرض الاستثمار في العملات الأجنبية إلى ثلاثة أنواع من المخاطر:
- مخاطر سعر الفائدة والناجمة عن التغير في أسعار الفائدة المصرفية
 - مخاطر السيولة وهي تلك المخاطر الناجمة عن عدم توفر السيولة عند حلول موعد الاستحقاق.
 - مخاطر الائتمان أو مخاطر التسديد وتأتي هذه المخاطر بسبب عدم تسديد الطرف المشارك في عملية الشراء للعملة الأجنبية نتيجة الإفلاس.

وتستخدم وسائل الاتصال الحديثة وتكنولوجيا المعلومات عند التعامل بها، ولا يوجد سوق مادي فعلي أي مكان معين يتم تبادل العملات الأجنبية فيه¹.

6- المعادن النفيسة:

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاطين.. الخ، مجالاً للاستثمارات الحقيقية. وتتواجد للمعادن النفيسة كما للأوراق المالية أسواق منظمة لعل أهمها على التوالي: سوق لندن، وسوق

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 60-61

زوريخ، ثم سوق هونغ كونغ. ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة عامة والذهب منها على وجه الخصوص صوراً متعددة منها:

- الشراء والبيع المباشر.
- ودائع الذهب التي تودع في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبياً.
- المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.

7- صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات " بنك أو شركة استثمار مثلاً" وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع، ومراعاة ما يعرف بقاعدة الرجل الحريص وذلك في إدارة موجودات الصندوق.

وهذا العنصر الأخير يعتبر محور دراستنا في هذا البحث.

هناك الكثير من العوامل الاقتصادية المؤثرة في الاستثمار، إلا أن هذه المحددات (العوامل) التي سبق ذكرها تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر والواضح في السوق. ومن أهم العوامل كذلك الأكثر تأثيراً على الاستثمار والتي لا تبدو للعيان وهما الأمان والاطمئنان قبل الربحية. وعلى المستثمر معرفة كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط الاستثمار وخاصة سوق الأوراق المالية، وعلى المستثمر أن يكون متابعاً جيداً للأحداث والمتغيرات البيئية بشكل عام لكي يكون قادراً على تحديد آثارها على الاقتصاد.

المطلب الثالث: عوائد الاستثمارات ومخاطرها

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده ومخاطره. هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضاً المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. ومن هذا قمنا بتقسيم المطلب إلى عنصرين هما:

أولاً - عوائد الاستثمارات:

العائد والمخاطرة سمتان متلازمتان لأي استثمار لأن قرارات الاستثمار تتخذ اليوم وتظهر نتائجها في المستقبل، والمستقبل في عالم الغيب ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه المستثمر بين عائد متوقع مرتفع ومخاطرة مرتفعة، أو عائد (Trade - off) عادةً عدة بدائل تتضمن مبادلة متوقع منخفض ومخاطرة منخفضة¹.

وقد أثبتت الدراسات أن معظم المستثمرين يتجنبون مثل هذه المخاطر، لذلك فإن الاستثمارات الأكثر مخاطرة يجب أن يكون العائد المتوقع عليها أعلى من الاستثمارات الأقل مخاطرة، فالمستثمرون يطلبون علاقة طردية بين العائد المتوقع ومخاطرة الاستثمار.

يمثل العائد الهدف الرئيسي من عملية الاستثمار بالنسبة للمستثمرين ويمكن تناول هذا الموضوع كما يأتي:

1- مفهوم عائد الاستثمار:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائماً إلى استثمار أمواله وذلك بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه، وعرف أيضاً بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة². ويعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار حيث إن الاحتفاظ بأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن تحقيقه على هذه الأموال، وبالتالي فإن العائد يعتبر هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولاً تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الإمكان.

2- أهمية عائد الاستثمار:

تكمن أهمية عائد الاستثمار في أهميته للمستثمر ليعرف أين يضع أمواله وما الذي سيجنيه، فعندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس دقيق وسريع لإنجازاتهم ومؤشر يوضح لهم مما إذا كانوا يسبرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهماً

¹ - رمضان زياد، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1998، ص: 290

² - كاظم محمد الشمري، وزملاءه أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص: 315

لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسياً أم اقتصادياً يؤثر في السوق وبالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول مدى صحة قراره، أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني¹.

3- أشكال عوائد الاستثمار:

تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة هي:

أ- توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقاً في أموال مملوكة مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، وحقوقه من حقوق المساهمين.
ب- الفوائد: إذا كانت الأصول المالية تمثل أموالاً اقترضت مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة.

ج- الأرباح الرأسمالية: التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي.

4- أنواع عوائد الاستثمار: يمكن تناول أهم أنواع عوائد الاستثمار بالآتي:

أ- العائد الفعلي "العائد المتحقق"

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً منهما. وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم، أما العوائد الرأسمالية فهي التي تنتج عن بيع الأصل المستثمر، وتلقى العوائد الرأسمالية اهتمام بعض المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل جارية بخلاف الدخل الناتج من هذه الاستثمارات، وأيضاً لا تخضع للضرائب إلا في حالة تحققها، حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية إلا في حالة البيع.

ب- العائد المتوقع:

وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل²، ويتم قياس العوائد المتوقعة عن طريق ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه، ثم جمع النتائج، وتكون النتيجة هي العائد المتوقع ويعبر عنه رياضياً بالمعادلة التالية:

¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار "بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص: 49

² - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 315

العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل X احتمال حدوثه)

ج - العائد المطلوب:

وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر في الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه.

ثانيا - مخاطر الاستثمار:

هناك عدة مصادر لمخاطر الاستثمار، ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة.

1 - مفهوم مخاطر الاستثمار :

ترتبط مخاطر الاستثمار بحالة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية الداخلة كعوائد متتابعة الحدوث، وقد تشمل رأس المال إضافة إلى العوائد، فإذا كان العائد المحقق يساوي إلى العائد المتوقع فإن المخاطرة تساوي الصفر.

كما أن مخاطر الاستثمار تعبر " عن درجة الانحرافات في التدفقات النقدية الداخلة عن القيمة المتوقعة له، و لذلك كلما زادت درجة الانحراف ارتفعت مخاطر الاستثمار " ¹.

و ترتبط مخاطر الاستثمار، برغبة المستثمر في الحصول على عوائد سريعة و مؤكدة، من خلال التدفقات النقدية الداخلة المتوقع الحصول عليها مستقبلا و هذا يتطلب دراسة هذه المخاطر كالاتي:

أ- تتوفر بعض المشروعات الاستثمارات التي توصف بأنها استثمارات آمنة، و لكنها تحقق في نفس الوقت عائدا اقتصاديا محدودا أو متوسطا.

ب- يفضل بعض المستثمرين المشروعات الاستثمارية التي توصف بأنها استثمارات آمنة التي تصاحبها أقل درجة من المخاطر، و تحقق عائدا اقتصاديا محدودا، بينما يفضل البعض الآخر المشروعات التي تحقق عائدا اقتصاديا كبيرا، و يصاحبها درجة عالية من المخاطر.

ج- يساعد تصنيف المشروعات الاستثمارية، وفقا لدرجة المخاطر المصاحبة لها و التي تؤثر على

العائد الاقتصادي المتوقع منها، على القيام بما يلي:

¹ - منصورى الزين، مرجع سبق ذكره، ص: 37

- اختيار المشروع الاستثماري، الذي يحقق عائدا اقتصاديا يتلائم مع رغبة المستثمر و قدرته على تجنب أو قبول المخاطر.
- تحديد المشروعات التي تصاحبها درجة عالية من المخاطر، و يجب تجنبها إذا كانت تهدد كيانه المالي و بقاءه في مجال الأعمال.
- القيام بتقدير مسبق لاحتمالات النجاح أو الفشل، عند المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية آخذين في الاعتبار تقدير المتغيرات المحتملة الحدوث.
- تقدير نوع و طبيعة المخاطر المصاحبة للمشروع الاستثماري، و التي يمكن تصنيفها إلى:
 - * مخاطر الأعمال و هي مرتبطة بالنشاط الإنتاجي وفقا لحالة العرض و الطلب على منتجات المشروع.

- * المخاطر المالية و التي ترتبط بالنشاط و بقدرة المستثمر على توفير الأموال المطلوبة من مصادرها المختلفة، لتنفيذ المشروع بتكلفة أقل من معدل العائد على الأموال المستثمرة، آخذين في الاعتبار قوى العرض و الطلب في السوق المالي.

2- أهمية دراسة مخاطر الاستثمار:

- إن جميع المشاريع الاستثمارية تحمل قدرا من المخاطر نتيجة للعديد من العوامل التي تؤثر على ربحية المشروع، حيث لا توجد طريقة لتقدير هذه العوامل تحظى بدرجة تأكيد 100 %، فلا يمكن التنبؤ بدقة متناهية بأسعار الشراء أو البيع أو المصروفات، وحتى إذا أمكن التنبؤ بها في ظل الظروف العادية، فإنه لا يمكن التنبؤ بها في ظل ظروف التغير التكنولوجي أو الحروب أو الاضطرابات المحلية والعالمية، وبذلك فإنه من الضروري أخذ هذه التغيرات المحتملة في حساب ربحية المشاريع الاستثمارية.
- و بناء على ما سبق تبرز أهمية تقييم و تقدير مخاطر الاستثمار، لأنه من الصعب تجنب هذه المخاطر كلية، و ضرورة اتخاذ القرار الاستثمار باختيار المشروع الذي يساعد في تحقيق أفضل عائد اقتصادي.

3- قياس و تقييم مخاطر الاستثمار عند اتخاذ القرار الاستثماري

- أن قياس و تقييم مخاطر الاستثمار تعد من أهم المتغيرات المؤثرة في قرار الاستثمار المناسب، و لما كانت هذه المخاطر لا يمكن تجنبها كلية فإنه يجب العمل على تقييمها للحد من آثارها على العائد الاقتصادي المتوقع من الاستثمار، باستخدام العديد من الأساليب التي تمكن من دراسة و تقييم هذه المخاطر لكل مشروع استثماري متاح.

و تتضمن هذه الأساليب، مجموعة من الأساليب الإحصائية، و التي يترتب عليها اختيار المشروع أو المشروعات التي يصاحبها أقل قيمة متوقعة وانحراف ومعامل اختلاف طبقاً لنمط التوزيع الاحتمالي، على أن تكون من المشروعات صاحبة أقل تباين.

كما تستخدم أساليب التوقع الرياضي، المرتبطة ببحوث العمليات لتقييم و قياس مخاطر الاستثمار. إلا إذا كان يصعب تقدير احتمالات الحدوث المناظرة للتدفقات النقدية الداخلة، أو تلك التي يتم تقديرها مع عدم المعلومات الكافية التي تستخدم في عملية التقدير.

و تشمل هذه الأساليب على سبيل المثال لا الحصر كل من نظرية المباريات، و أسلوب شجرة القرارات، و أسلوب تحليل الحساسية و غير ذلك من أساليب يمكن استخدامها في هذا المجال¹.

4- أنواع المخاطر المتعلقة بالاستثمار

ترتبط المخاطر عموماً بعدم التأكد الذي يحيط بنتائج الأهداف المستقبلية ويمكن تقسيم المخاطر الكلية إلى نوعين وهما:

أ- المخاطر المنتظمة :

و هي التي تتأثر بنظام السوق، التعامل، العوامل الطبيعية و السياسية، و لذلك فإن هذه المخاطر، لا تتحدد بنوع معين، و إنما قادرة على أن تمس كل مجالات و قطاعات الاستثمار. وتنقسم إلى :

أ-1- مصادر المخاطر النظامية:

هي تلك المخاطر التي تتأثر بها التدفقات النقدية للأدوات الاستثمارية وتتسم بمظاهر عامة لا يمكن تجنبها وترتبط هذه المظاهر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمؤسسية للاقتصاد ككل

أ-1-1 مخاطر السوق:

هي المخاطر التي تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والتزولية التي تطرأ على سوق رأس المال نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في الدولة نفسها أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.

مثال على ذلك أحداث سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة حيث تعرض مركز التجارة العالمي في نيويورك ومبنى البنتاجون في واشنطن لهجوم هز أركان الولايات المتحدة والعالم بأسره وهذه الأحداث لا تنعكس فقط على سوق المال في الدولة المقيمة بل إن آثارها تمتد لأسواق المال في دول أخرى.

كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية، ط1، 1995، ص: 195

إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار¹.

أ-1-2- مخاطر سعر الفائدة:

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة السوقي له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع أسعار الفوائد السوقية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، والعكس صحيح. تختلف درجة تأثير الأوراق المالية (بارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة) باختلاف أداة الاستثمار، فالأوراق المالية ذات الدخل الثابت - مثل الأسهم الممتازة والسندات - أكثر تأثرًا من الأوراق ذات الدخل المتغير مثل الأسهم العادية، وكذلك تختلف درجة التأثير باختلاف تواريخ الاستحقاق بالنسبة للسندات، فأسعار السندات طويلة الأجل تتقلب بدرجة أكبر من أسعار السندات قصيرة الأجل عند حدوث تغير معين في معدل الفائدة السوقي.

ويعود السبب في انخفاض أسعار الأوراق المالية عند ارتفاع معدل الفائدة السوقي إلى توفر بدائل جديدة للاستثمار تعطي عائداً أعلى نسبياً - مقارنة بمخاطرتها - من العائد الذي تعطيه الاستثمارات القديمة، لذلك يتجه بعض المستثمرين إلى بيع استثماراتهم القديمة، للاستثمار في المجالات الجديدة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية القائمة إلى المستوى الذي تصبح فيه منافسة للبدائل الجديدة.

أ-1-3- مخاطر القوة الشرائية للنقود:

"ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم. فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، مثلاً فيما لو ارتفعت معدلات التضخم وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الاستثمار وعن المعدل الاسمي لهذا العائد."²

أ-1-4- تغير المناخ:

ويقصد به احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محلياً أو عالمياً. مثل ذلك إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو وفاة إحدى

¹ - خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:45

² - خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 44

الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي. فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة، وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها.¹

أ-2- مصادر المخاطر غير النظامية:

من أهم هذه المصادر ما يلي:

أ-2-1- مخاطر الإدارة:

قد تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة بآثار سلبية على نتائج أعمال الشركة، وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة أو نتيجة التقدير الخاطئ للموقف، قد يؤثر على أرباح الشركة وبالتالي على أسعار أسهمها. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة، كإضرابات العمال، أو خسارة مصنع أو حريق بعض محتوياته دون التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين حراسة كافية، أو عدم التعامل بحكمة مع جمعيات حماية المستهلك، وغير ذلك من الأخطاء.

أ-2-2- مخاطر الصناعة:

وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن الأمثلة على هذه المخاطر، الإضرابات العمالية التي تؤثر على الشركات التي يشملها الإضراب بالإضافة إلى زبائنها ومموليها وموردي المواد الخام لها. وكذلك ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث التي تؤثر على العديد من الصناعات وينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات الملوثة للبيئة مثل مصافي البترول، أو زيادة الضريبة على صناعة معينة، أو إلغاء إعفاءات ضريبية أو جمركية كانت ممنوحة لها. ومن المخاطر أيضاً، تغير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات أحدث تؤدي إلى تحول المستهلكين عن منتجات الشركة، فبعد ظهور السيارات مثلاً كسدت صناعة العربات. ومن المخاطر كذلك إزالة الحماية الجمركية التي تحد من استيراد السلع المنافسة للصناعات المحلية، فإذا قامت الدولة بتخفيض الجمارك أو إلغائها على سلع معينة، فإن السلع المستوردة ستصبح منافسة بشكل أكبر لمثيلاتها المصنوعة محلياً.

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 64-65

أ-2-3- الدورات التجارية الخاصة:

ويقصد بها احتمال تقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة من كساد إلى رواج، ثم من رواج إلى كساد. أو صناعة معينة، وتؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري وعلى صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري بالتبعية.

ويتضح مما سبق بأن المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر المتبقية غير المفسرة من خلال حركة السوق، لذلك لا توجد مخاطر غير منتظمة بالنسبة للسوق ككل. كما لا توجد مخاطر غير منتظمة تقريبا في المحفظة المالية ذات النوع الكبير، ونتيجة لذلك فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن القضاء عليها عن طريق تنوع الاستثمارات، من حيث أدوات الاستثمار كالأسهم والسندات والعقار، أو من حيث القطاعات الممكن الاستثمار فيها كالاستثمار في الأسهم أو في قطاع المصارف أو التأمين أو الخدمات أو الصناعة أو من حيث الاستثمار في أدوات محلية أوجنبية.

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة فلا يمكن تجنبها أو التقليل منها عن طريق تنوع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة.

خاتمة الفصل الأول:

تتوقف عملية التنمية الاقتصادية على العديد من المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية، مثل الإصلاح السياسي، وتوافر رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عملية التنمية، وتوافر المهارات والقدرات الفنية والتنظيمية وغير ذلك، إلا أن الاقتصاديين في الوقت الحالي يتفقون على أن توافر رؤوس الأموال يعد من أهم المتغيرات لغالبية من الدول النامية والعربية، ويعد الادخار من أهم مصادر تمويل التنمية على المستوى الوطني.

و من خلال دراستنا للفصل الأول المتعلق بالجوانب النظرية والفنية للادخار والاستثمار خلصنا إلى أن العمل على انعاش معدلات الادخار والاستثمار المحلي من أهم المتطلبات اللازمة لتحسين أداء النمو على المدى المتوسط في الدول العربية، حيث كانت الأهداف المرغوب بتحقيقها هي تحقيق زيادة ملحوظة في الطاقات الانتاجية للدول، وتوفير رأس المال اللازم للاستثمار الطريق لتحقيق التنمية الاقتصادية، ذلك أن الانطلاق للتقدم يتطلب أن يجد المجتمع طريقا لاستخدام موارده الخاصة استخداما فعالا. لذلك يعتبر وجود سوق أوراق مالية طريق جيد لحشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، فهي تشجع على تنمية الادخار وتوجيهه إلى الاستثمار المناسب، وذلك من خلال جذب الأموال الفائضة من قنوات الادخار وتوظيفها في قنوات الاستثمار في القطاعات ذات الحاجة إلى تلك الأموال، وتقوم السوق بهذا الدور من خلال ما يتم فيها من عمليات مالية، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية وطرحها للجمهور للإكتتاب بها ومن ثم تداولها بيعا وشراء. وهذا ماجاء في الفصل القادم.

مقدمة :

بعد انهيار المنظومة الشيوعية وتحول السياسات الاقتصادية في كثير من الدول إلى النظام الرأسمالي الذي يعتمد على تحرير القيود التي كانت تميز الاقتصاديات المغلقة، وجد العالم نفسه قد تحول إلى دولة واحدة في ظل العولمة، الأمر الذي يتطلب من الدول الأقل نمواً أن تجتهد وتستغل خيراتها وتطور من أساليب مواجهة الدول الأكثر تقدماً في ظل المنافسة الدولية والانفتاح الاقتصادي والثقافي في كافة مناحي الحياة. ومن أكثر القطاعات تأثراً بهذه المتغيرات هي أسواق المال والتي تعتبر مرآة شفافة تعكس حركة الاقتصاد. وأصبحت تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وخصوصاً تلك التي تركز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض التنمية. وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط، وهي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد.

وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية اثر حدوث تطورات مهمة على المستويين العالمي والوطني، فعلى المستوى العالمي، فقد شهد النصف الثاني من القرن الحالي تدعيم ظاهرة الاعتماد المتبادل في الاقتصاد الدولي، وكانت الثورة العلمية والتكنولوجية قد شكلت أهم العوامل الكامنة وراء هذه الظاهرة، فقد وصل التطور العلمي والتكنولوجي مستوى متقدماً في ميادين المواصلات والاتصالات والمعلوماتية، وكان حصاد ذلك ارتباط دول العالم مع بعضها البعض بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية، وباتت الكرة الأرضية كما لو كانت قرية صغيرة. ويظهر هذا الشكل واضح في عالمية الأسواق المالية، ولقد كانت تلك الأسواق في مرحلة سابقة غير مترابطة مع بعضها البعض بفعل الحدود الوطنية للبلدان المختلفة، بيد ان هذا تغير كلية في وقتنا الحاضر وأصبح من الممكن ان نتكلم عن سوق مالية دولية واحدة تشمل الأسواق المالية الوطنية المختلفة وترتبط فيما بينها بعلاقات وثيقة.

ويكرس هذا الفصل للتعرف على أسس ومبادئ سوق الأوراق المالية وذلك من خلال المباحث

التالية:

- المبحث الأول: ظهور وتعريف الأسواق المالية
- المبحث الثاني: آليات وقواعد التعامل في الأسواق المالية
- المبحث الثالث: أنواع الأسواق المالية وأساليب تقييمها
- المبحث الرابع: كفاءة ومؤشرات السوق المالي

المبحث الأول : ظهور وتعريف الأسواق المالية :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامج الخصخصة للعديد من شركات القطاع العام، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية. ومن هنا قمنا بتقسيم المبحث إلى المطالب التالية وهي كالتالي:

المطلب الأول: تاريخ ونشأة الأسواق المالية والبورصة

المطلب الثاني : مفاهيم أسواق الأوراق المالية

المطلب الأول : تاريخ ونشأة الأسواق المالية والبورصة

يقال أن الحاجة أم الاختراع، وقد تصدق هذه المقولة في الحاجة الماسة التي ألمت بالمجتمعات آنذاك ودفعت بها لأن تقوم بإيجاد مؤسسة مالية سميتها بعد ذلك بما يعرف اليوم ببورصة القيم المنقولة أو سوق الأوراق المالية.

إن مؤسسة البورصة قديمة قدم الإنسان، ومن أول ما بدأ به التعامل التجاري بين الأشخاص من التقاء في مكان واحد عرف بالسوق العامة، قصد تبادل السلع (بضائع، حيوانات، معادن نفيسة حتى العبيد تم بيعهم في مثل هذه الأسواق) عن طريق المقايضة والنقود المعدنية. ما يمكن ملاحظته في هذا المجال أن الثورة الصناعية بأوروبا قد أحدثت تطوراً منقطع النظير في الحياة الاقتصادية، وكانت تلك المرحلة من أهم ما تتصف به كبر حجم المعاملات التجارية واتساع نطاقها إلى السلع الصناعية بعد أن كانت تقتصر على السلع الزراعية فقط. ثم إن استقرار الأشخاص وإراداتهم في تحقيق أرباح وفيرة لضمان مستقبل أفضل ساعد على إقامة مشاريع كثيرة¹. ومن هنا قمنا بتقسيم المطلب إلى المحاور التالية:

أولاً - العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية²

1- الانقلاب الصناعي:

حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.

¹ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر-الجزء الأول-رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 90

² - البرواري شعبان محمد إسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سورية، ط1، 2002، ص: 28

2- زيادة السكان:

انتشار المدن واثار الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فاقضى ذلك إلى وجود سوق عالمي للتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار يلقبون بالمضاربين، وفريق آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.

3- اقتراض الحكومات:

لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.

4- اقتراض الشركات:

لجوء الشركات إلى الاقتراض، وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.

5- ضخامة المشروعات:

صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، ولهذا نشأت الشركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل والمشاركة في هذه الشركات.

*- تاريخياً معنى كلمة البورصة :

كلمة "بورصة" ليست عربية وإنما فرنسية تعني "كيس نقود"، ويطلق هذا اللفظ على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية، بسبب أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس¹. إن منشأ هذه التسمية هو أن تجار مدينة "بروج" عاصمة الفلمنك الغربية في بلجيكا في القرن السادس عشر كانوا يجتمعون في قصر تاجر غني يدعى "فان دي بورص"، ولذلك أطلق اسم صاحب القصر على كل مكان أو اجتماع تكون غايته تداول الأعمال التجارية².

ويرى الدكتور مقبل جمعي أن السبب في استعمال لفظ بورصة القرن السادس عشر، هو ما قيل أن بعض التجار الفلورانتين كانوا يتزلون بفندق لعائلة تسمى Van Der Bourse بمدينة بروج وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. وقيل أن التجار كانوا يجتمعون في منزل لأحد الصيارفة الذي نقش على واجهة منزله ما يدل على حرفته وهو ثلاثة أكياس من النقود. وسميت العائلة بهذا الاسم "BOURSE" الذي اشتق منه اسم البورصة³.

¹ - بشير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط1، عمان، الأردن، 1996، ص: 162.

² - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية "الأسهم والسندات" دار النفائس، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص: 23

³ - مبارك بن آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراة في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة بالرياض، جامعة بن سعود الإسلامية،

السعودية، 2003، ص: 26

بينما يرى سمير عبد الحميد رضوان أن في نهاية القرن الثالث عشر بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد **الفلاندر** الشهيرة ببلاد الفلمنك. وما أن وطد الايطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج البلجيكية، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوه والبندقية وفلورنسا مقرا دائما لكل فيها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة. وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوبا من جانب الايطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال، ولما كان من الثابت تاريخيا أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقا مملوكا لعائلة "فان دير بيرس" البلجيكية "Van Der Bours"، والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لتزلاء الفنادق الوافدين على المدينة، وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، فلم يكن مستغربا أن يسمى هذا المكان باسم هذه العائلة، وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ بورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذي كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة في مدينة أنترب "Antwerp" الفلندية المعروفة بانفرس، حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التي احتفظت لنفسها بمركز الصدارة في المال والتجارة خلال الفترة من سنة 1300 إلى 1450م، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة 1485م بعد أن أزاحت بروج من طريقها، كما قامت بتوسيعها سنة 1530م فاستوعبت التجار من كل صوب وحذب¹.

والسؤال المطروح هنا إذا كان لفظ البورصة قد اشتق من اسم عائلة "Van Der Bourse" فإن ثمة اختلافًا بين اسم المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار وبين لقب هذه العائلة وحقيقة الأمر أنه لا خلاف ولا اختلاف، إذ من الثابت أيضا أن هذه العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من الأكياس الثلاثة التي كانت تعتلي باب الفندق الذي كانت تملكه قبل أن يصبح مقرا دائما لقنصلية البندقية وكلمة **Bourse** باللغة الجرمانية*.

ثانيا - تاريخ نشأة الأسواق المالية في العالم :

إن نشأة الأسواق تعود إلى عهود قديمة وكان الرومان أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء منطقة لاجتماع التجار، كما أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في (أثينا) في القرن الخامس قبل الميلاد، حيث يرى "البعض" أن أصل الأسواق ونشأتها قديم العهد منذ أن كثر الناس على الأرض وازدحمت بهم البلدان وتعددت مطالب الإنسان... الخ، فذهب يسعى إلى مقايضة الفائض عن حاجته بسلعة هو في حاجة إليها، ومن هنا نشأ ما يسمى بالسوق².

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة، 1996، ص: 28

* - اللغة الإنجليزية هي : لغة بلاد الفلاندر وهي متصل اتصالا وثيقا بالهولندية .

² - شوقي عزمي محمود حسنين، الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية في السودان، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزعيم الأزهرى، السودان، 2005، ص: 29

إن نشأة أسواق رأس المال في الدول المتقدمة ظهرت خلال القرون الوسطى على ضفاف الأنهار الصالحة للملاحة وعلى طرق المواصلات البرية الرئيسية، ثم تطورت هذه الأسواق من أسواق موسمية إلى أسواق دائمة الانعقاد وعرفت في القرن السادس عشر بالبورصات¹.

وقد لجأ ملوك بريطانيا إلى الاقتراض من كبار المدخرين والأغنياء وخاصة المرين وتجار الذهب بهدف تمويل مصروفاتهم وحروبهم .

كما ظهرت حركة تجارية في منطقة "الجزيرة العربية" قبل ظهور الإسلام خاصة ما كان عليه يعرف برحلة الشتاء إلى اليمن والصيف إلى الشام، وذلك كل عام يستعينون بالرحلتين للتجارة على المقام بمكة لخدمة البيت الذي هو فخرهم.

كما شهدت ذات المنطقة سوقين للتبادل التجاري النشط هما "سوق عكاظ" و"سوق دومة الجندل" في العصر الجاهلي، لتمتد هذه الحركة التجارية إلى المدن الإسلامية المختلفة كمدينة بغداد والقيروان وقرطبة وسمرقند وخلافه، بالإضافة إلى الحركة التجارية عبر البحر الأحمر والتي صاحبت الفتوحات الإسلامية، لترتبط قارة إفريقيا بالجزيرة العربية في حركة تجارية ضخمة².

كما تعود الأسواق المالية بجذورها إلى بورصات البضائع، وهي بشكلها الحالي وهيكلها ونظمها وليدة تاريخ طويل من التطور، وتمكن تتبع هذا التاريخ عبر أربع مراحل أساسية لا يمكن الفصل التام بينهما بسبب التشابه في الخصائص والمقومات، وتمثل هذه المراحل في:

1- مرحلة بورصات البضائع :

تعود نشأة الأسواق عموماً إلى بدايات انتشار المجتمعات البشرية القائمة على تقسيم العمل، فالمتجمع بغية المقايضة كان هو الأساس الذي انبثقت منه ضرورة إيجاد صورة رسمية تحدد أعراف التبادل ووسائل القيمة. وكان الرومان سباقين إلى تقنين مفهوم اجتماع التجار، حيث أنشئوا مجمع للتجار وأقام اليونان متجر المقايضة في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد. وفيما بعد اشتهر العرب بالتجارة قبل الإسلام .

2- مرحلة تداول الأوراق التجارية :

تعود بداية هذه المرحلة إلى عام 1400م، حين جرى تداول الكمبيالات والسحوبات الأودنية وما أعقبها من نشوء مهنة سمسرة الصرف بصفة رسمية. وفي إنجلترا عام 1688م جرى التعامل بسندات تمويل التبادل التجاري وأسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى، وفي هذه المرحلة تطورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات. وبعد انتشار الشركات المساهمة وشيوع ظاهرة الاقتراض بين الحكومات والمؤسسات والأفراد، تصاعدت حركة التعامل في الصكوك مستمدة قوتها من تداول الأوراق

¹ - سليمان المزري، سوق رأس المال خصائصه ودوره في التنمية، ندوة المنامة، البحرين، 17-22 فيفري 1990، ص: 02

² - سليمان المزري، ص: 03

التجارية. هذا التداخل بين تداول الأوراق التجارية والأوراق المالية استمر حتى بعد قيام أسواق الأوراق المالية .

3- مرحلة التعامل غير المنظم بالأوراق المالية :

إن الثورة الصناعية كان لها الأثر الإيجابي في تطور الفكر الرأسمالي، حيث صاحب استخدام الآلة تغير جوهرى وهيكلية في أساليب الإنتاج، فظهرت الحاجة إلى تمويل المشروعات الصناعية الضخمة التي تفوق قدرة الفرد المستثمر. فظهرت الحاجة إلى إنشاء نوع من الشركات الجماعية لتمويل المشاريع الاقتصادية من خلال مساهمة عدد كبير من المساهمين في ملكية مؤسسة واحدة¹. وبدءا من القرن السادس عشر أخذت الحكومات بالاقتراض من العامة، حيث لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات، كما تأسست شركة الهند الشرقية عام 1599م وطرحت أسهمها للتداول. وواكب ذلك مفهوم جديد حيث شكلت هذه القروض نواة الدين الوطنى². ومن هذه النقطة بذات تشكلت البورصات العالمية ومنها:

أ- بورصة لندن :

يعود التعامل في الأوراق المالية إلى عام 1600م في لندن، وذلك عندما أنشئت البورصة الملكية التي دمرها الحريق وأعيد بناؤها عام 1669م، وقد استأجرت السماسرة مكانا أطلقوا عليه اسم "بورصة الأوراق المالية" وذلك في عام 1773م ليكون مقرا لها حتى الآن، حيث ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه "Royal Exchange".

ب- بورصة باريس :

جدور بورصة باريس تعود إلى عام 1138م، حيث كانت تتم عمليات المقايضة في سوق المنتجات المركزية، كما جرى تداول الأوراق المالية على "جسر الصرافة" حتى تم إنشاء بورصة ليون الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا وهذا في عام 1595 م، إذ أن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1639م، عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا حتى عام 1774، عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس³.

¹ - موريس سلامة، الأسواق المالية في العالم، تر: يوسف الشدياق، منشورات عويدات، بيروت، ط1، 1983 ص:05

² - طلال حسن سليمان، المخاطرة والعائد في الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 1997، ص: 11

³ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص: 09

ج- بورصة نيويورك :

بدأ تداول الأوراق المالية في نيويورك عام 1725 في وول ستريت "شارع الحائط"، ثم تحول في نفس الشارع إلى منطقة "شجرة بن وود"، ثم انتقل في عام 1793 إلى مقهى "نوتقن"، وفي عام 1817 تقرر إطلاق اسم لجنة بورصة نيويورك للأوراق المالية لتستقر في عام 1821 في شارع وول ستريت¹.
والجدير بالذكر أن أبرز حادثتين في تاريخ الإنسانية وتطور تك الأسواق المالية والفكر الاقتصادي عموماً هما:

- حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد (الأمريكتين) وطريق الهند وما ترتب عليه من ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادل بين الدول، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها في الأسواق المختلفة.
- الثورة الصناعية والتي كان لها أثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة وتطور الأسواق المالية على وجه الخصوص.

ثالثاً- تاريخ نشأة الأسواق المالية في الدول العربية :

إن البورصات العربية حديثة التأسيس حيث كانت تخضع الدول العربية للاستعمار الأوربي أو الهيمنة الأجنبية والقلة القليلة التي نشأت بعد استقلالها. بجانب تخلفها الاقتصادي واعتماد بعضها على الرعي واستخراج كنوز البحر، إلى أن تم اكتشاف البترول فيها والذي لعب دوراً أساسياً في زيادة متوسط الدخل الوطني. كما اعتمدت الدول العربية على نقل تجارب دول أخرى ذات بنى اقتصادية واجتماعية وسياسية مختلفة عنها، فكانت التجربة انعكاساً للنموذج الغربي الرأسمالي.
حيث قمنا بتلخيص نشأة بعض البورصات العربية التي تختلف ظروف وأوضاع نشأتها .

1- البورصة المصرية :²

ترجع نشأة البورصة في مصر إلى أواخر القرن التاسع عشر في ظل الهيمنة الإنجليزية، فنشأة بورصة الإسكندرية عام 1883م وبورصة القاهرة عام 1890م وكانت أول البورصات العربية، وما يميزها أنها لم تكن في مكان محدد كما لم تكن تخضع لقوانين منظمة، وعدد الأوراق المالية المدونة كان محدود لا يكفي لإدارة العمل في بورصة نظامية. ومع بداية القرن العشرين وزيادة تأسيس العديد من الشركات المساهمة أدى إلى محاولة قيام رجال الأعمال والسماسة لمحاولة إنشاء بورصة، حيث بدأت نشاطها الفعلي في الإسكندرية عام 1903م، أما في القاهرة فكان ذلك عام 1907م من خلال الشركة التي أنشأها رجال الأعمال والسماسة الذين كانوا في الغالبية أجنبياً .

¹ - أحمد محي الدين ، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإئتمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط1، القاهرة، 1995 ص29-32

² - يخلّف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة "دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001، ص: 150

2- بورصة لبنان (بيروت) :

تعتبر بورصة بيروت واحدة من أقدم الأسواق المالية في المنطقة، حيث يعود تاريخ تأسيسها للعام 1920م تحت سلطة الانتداب الفرنسي، وكانت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي. في البداية انحصرت التداول بالذهب والعملات الأجنبية، ليشمل مع بداية الثلاثينات أسهم شركات لبنانية فرنسية هدفت إلى خصوصية مصالح القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد. وكان بعض هذا الشركات مدرجاً على بورصة باريس بالإضافة إلى بورصة بيروت.

في أوائل الخمسينات تميز الاقتصاد اللبناني بنشاط ملحوظ حيث بدأت شركات صناعية ومصرفية وخدماتية تدخل البورصة لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة مع دخول حوالي خمسين شركة. ومع إندلاع الأحداث اللبنانية 1975م تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، ومع تدهور الوضع الأمني، علق العمل في البورصة من العام 1983م. وفي بداية سنة 1996م، عاودت بورصة بيروت نشاطها.

3- سوق عمان المالي (الأردن) :

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930م كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931م وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938م وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951م. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وهذا عام 1976م. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

4- بورصة الأوراق المالية بتونس:

بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية بتونس عام 1937م، حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري حتى عام 1945م، حينما أنشئ الديوان التونسي للقيم المنقولة وهو عبارة عن جمعية من البنوك المحلية لتحل محل غرفة المقاصة. وفي عام 1969م صدر قانون إنشاء بورصة الأوراق المالية، ويعتبر هذا القانون نقطة تحول في حركة بورصة تونس.

5- سوق الأسهم السعودي:

بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الأسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات

المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ.

8- بورصة الجزائر

من خلال المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تم تأسيس سوق القيم المنقولة، التي تم إنشاؤها لأول مرة في الجزائر، حيث تعد إطار وسير العمليات على الأوراق المالية التي تصدرها الدولة والأشخاص المعينون من القانون العام وشركات المساهمة، كما نص المرسوم على تأسيس هيئتين تتكفلان بتنظيم السوق المالية وهو كما يلي:¹

- لجنة وتنظيم ومراقبة عمليات البورصة "C.O.S.O.B" وتمثل في الإطار العام لسير سوق الأوراق المالية.

- شركة إدارة بورصة القيم "S.G.B.V" وهي شركة مساهمة مكلفة بضمان سير عمليات التفاوض التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة.

المطلب الثاني : مفاهيم أسواق الأوراق المالية :

احتياجات الإنسان المختلفة وإشباعها يتطلب توفر ظروف معينة ليسهل عرض السلع التي تشبع هذه الاحتياجات، ومن هذه الظروف المواقع التي يذهب إليها الناس، ويحملون ما لديهم ويعودون بما يحتاجون إليه. وبهذا المفهوم يكون السوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائع عارضا لبضاعته بالمشتري الذي يحمل قيمتها، ليتحصل على ما يشبع رغباته واحتياجاته المختلفة وفقا للسعر المتفق عليه والذي يتحدد عادة وفقا للعرض والطلب، فكلما زاد الطلب على سلعة ما ارتفع سعرها، وكلما زاد العرض انخفض سعرها. كذلك الحال بالنسبة لسوق الأوراق المالية "البورصة"، فهو المكان المخصص الذي يذهب إليه البائعين حاملين بضاعتهم من الأسهم ليلتقوا بالمشتريين الذين يرغبون في إشباع رغباتهم بالاستثمار في الأوراق المالية. وقبل التطرق لتعارف الأسواق المالية المختلفة كان لزاما علينا أن نعطي تعريفا جامعاً للسوق.

السوق: يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها². كما يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدة معايير.

¹ - يخلف عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص: 151

² - شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 241.

أولاً - تعريف الأسواق المالية:

السوق المالية (Financial Market) مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال¹، وينظر إلى نشأة الأسواق المالية من زاويتين:

الأولى: كأسواق مالية بمفهومها في هذه الدراسة، بأنها المجال أو الإطار الذي يتم فيه حشد المدخرات من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لتمويل أغراض ومشاريع مختلفة، وتداولها من بعد ذلك.

الثانية: كأسواق تداول للأصول المالية والحقيقية، والذي يسمى بـ "البورصات" بمفهومها التقليدي المعروف بأنها أسواق منظمة، لها مكانتها ونظمها وتقاليدها التي تحكمها، يتم فيها تداول السلع، والأدوات المالية التي سبق إصدارها*.

وأكثر الباحثين يتناول النشأة بمفهومها الثاني، وهو تاريخ البورصة، وقليل منهم من يشير إلى نشأة الأسواق المالية بمفهومها الأول، الذي يعد أوسع بمفهومه وأسبق بتاريخ نشأته من مصطلح البورصة.

التعريف الأول:

يعرف السوق المالي بأنه هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لإتمام الصفقات المالية فيما بينها وتبادل الأصول المالية، سواء كان تبادلاً للأصول المالية قصيرة الأجل أو كان متوسطاً أو طويلاً، حيث يتم التبادل بطريقة منظمة ومدروسة اعتماداً على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سر هذه العملية بنجاح تحقيقاً للعائد المتوقع، بما يتناسب مع المخاطر المحتملة وبذلك يتم توجيه المدخرات الوجهة الصحيحة ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق².

التعريف الثاني:

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل الأسواق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة³.

¹ - نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، ط 1 دار القلم، دمشق، 2001، ص: 33

* - يلاحظ أن معظم الباحثين يطلقون مصطلح الأسواق المالية على مصطلح البورصة ولا يفرقون بينهما، وهذا خطأ واضح، لاسيما عند الحديث عن بورصات السلع والبضائع فهي ليست من الأسواق المالية، وإنما يجب أن تصنف -برأي الباحث- من الأسواق التجارية المنظمة، وعند تعريف بورصة الأوراق المالية لاحقاً، سيكون من الواضح أنها جزء ثانوي منظم من السوق المالي.

² - فوزان القيسي، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة "1989-2005"، أطروحة دكتوراه في إدارة المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006، ص: 53

³ - محمد عثمان حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، جامعة القاهرة، القاهرة، 1993، ص: 52

التعريف الثالث

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك (برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها).¹

التعريف الرابع:

سوق الأوراق المالية "البورصة" مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية "بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة" الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق.²

التعريف السادس:

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول مفهوم الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام .

- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي

للسوق.

- بورصة الأوراق المالية أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال

وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، ووفقاً لقواعد ونظم معينة.

- من الأركان الرئيسية في السوق المالي الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على

تسهيل عمليات اتصال الباعين بالمشتريين.

ثانياً - وظائف الأسواق المالية*

إن التعرض لهذا العنصر بتفاصيله قد يأخذ منحني إسهابيا يحتاج إلى دراسة أخرى والسبب في ذلك :

أ- إن المؤسسات المكونة للسوق المالية كثيرة ومتعددة وهي عصب الحياة الاقتصادية المعاصرة .

¹ - فوزان القيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 55

² - Badger .E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. harry, "investwnt principles and practices" 6th edition, Prentichall, 1969. P: 53

* - يجدر التنبيه إلى أن مصطلحات الوظيفة والأهمية والهدف ليست مترادفات وإنما متداخلات فمثلا يمكن معرفة أهمية الشيء والهدف منه من خلال معرفة ما يقدمه من وظيفة.

ب- إن انعكاسات هذه المؤسسات المكونة للسوق المالية على الاقتصاد الكلي والجزئي والتنمية بشكل عام، لا تكاد تنحصر تحت وجهة نظر واحدة لدى الاقتصاديين لذلك فإنه سيتم التعرض لهذا الموضوع بشكل إجمالي وبما يفوي من أغراض هذه الدراسة .

إن كل ما قيل عن وظائف السوق المالية يمكن إرجاعه لثلاثة عناصر أساسية، فهي إما أن تقدم وظيفة ادخارية وإما أن تقدم وظيفة تمويلية أو تقدم وظيفة اقتصادية تنموية¹، وبما أن الأولى والثانية يحصلان معا وهما سابقتان على الأخيرة وتعدان أداة من أدواتها فلا بد من التعرض لهما أولاً.

أ- الوظيفة الادخارية :

تمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد إيراداتهم على نفقاتهم ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها أو حتى الوقت المناسب لذلك، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة يضمنون فيها حقوقهم المالية وتحقق لهم المزيد من العائد عليها بدلا من بقائها مجمدة. وتظهر هذه الوظيفة جليا في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم²، وبهذا تتضح أهمية الدور الأول الذي تلعبه الأسواق المالية في استقطابها لأموال المدخرين مهما كانت قليلة وتقديمها للمستثمرين المحتاجين للمال وبكميات كبيرة.

ب- الوظيفة التمويلية :

تمثل هذه الوظيفة في توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والاستثمارات المختلفة، وذلك من خلال قيام أسواق المال بدور الوسيط بين فئات الفائض الادخاري المحلي أو الخارجي (أفراد، مؤسسات، حكومات) الذين يطلبون المال للمشروعات والاستثمارات أو للإئناق العام ويقسم التمويل من حيث مصدره إلى نوعين:

- قد يكون التمويل داخليا، بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من نفس البلد الواحد إلى وحدات الاستثمار في نفس تلك البلد. وبهذا تعود فائدة الوظيفة المالية التي تقدمها السوق المالية على الجهتين دون أي سلبات تذكر .

- قد يكون التمويل خارجيا، بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من بلد أجنبي إلى وحدات الاستثمار في البلد المحلي، وبهذا لن تعود فائدة الوظيفة المالية على البلد المحلي بالمطلق وإنما ستكون موزعة على الجهتين، فضلا عما قد تحتويه العملية من اشتراكات مسبقة من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي لقاء إتمام العملية من تدخلات سياسية أو ثقافية أو اقتصادية، بما يوصل إلى التبعية والدوران في فلك الغير والعيش في اقتصاديات الديون.

¹ - محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، د.ط، 2001، ص: 09

² - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، ط1، دمشق، سوريا، ص: 17 .

وبهذا يتضح أهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في توفير الموارد الأولية لأصحاب المشروعات والاحتياجات المختلفة. وتتضح أهمية وألوية التمويل الداخلي على الخارجي والتي تقدمها الأسواق المالية المحلية، بما تنعكس آثاره الاقتصادية الايجابية على الفرد والمجتمع والأمة وهذه هي الوظيفة الثانية.

ج- الوظيفة الاقتصادية والتنموية:

يمكن تعريف التنمية الاقتصادية بأنها عملية تفاعلية يزداد بها الدخل الوطني والفردى. ويعرفها بعضهم بأنها: "الزيادة التي تحدث للنتاج الوطني من سلع وخدمات في فترة معينة مع وجود التكنولوجيا الفنية والتنظيمية في المؤسسات القائمة والمستمرة في الإنتاج"¹.

يعد مصطلح التنمية براقا إلى حد ما وهدفاً أسمى. أجمعت كل المجتمعات أن الوصول إليه يعد مكسبا عظيماً، لأنهم يعتقدون أن وراء التنمية ما ورائها من الرفاه والقوة والمجد، لذلك يكرسون كل ما لديهم من طاقات لأجلها.

ولكن عند الدخول إلى خصائص المصطلح الذاتية والعوامل والمتغيرات المؤثرة فيه لا نجد بدايات الجاذبية. فنظريات الوصول للتنمية الاقتصادية متداخلة ومعقدة وغير متفق عليها بين الأفكار والرؤى والمرجعيات الاقتصادية، وتعد نظرية التراكم الرأسمالي أبرزها على الإطلاق، حيث يقول أحد خبراء الاقتصاد: "إن التراكم الرأسمالي ليست كل شيء إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة" ويقول كذلك: "ربما كان أبلغ ما يقال في هذا المجال أن خير الاستراتيجيات ما تلاءمت مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة بالبلاد"²، إذن على فرض صحة النظرية يعد:

1- النقص الحاد أو النسبي في التراكم الرأسمالي.

2- إضافة إلى ضعف التوظيف الراشد له.

هما المعوق الأساس والمشكلة الحقيقية أمام إحراز أي تقدم تنموي ملحوظ، لذلك تلجأ الكثير من الدول التي تعاني من المشكلة وهي النقص الحاد في التراكم الرأسمالي الذي لا يفي بمتطلبات التنمية بإيجاد الحلول والبدايل بمختلف الأدوات والنظريات. وأبرزها:

1- توفير رأس المال بمزيد من الإصدار النقدي وغالباً لا يرتبط ذلك بالإصدار بالإنتاج والسلع، لاسيما في الدول النامية وهو المعروف بـ (التمويل التضخمي) وله من اسمه نصيب، حيث يفرز مشكلة أخرى عالمية وهي فيروس الاقتصاد والمعروف بالتضخم، وتعد هذه الأداة غير صحية.

2- توفير رأس المال عن طريق اللجوء إلى وحدات الفائض الادخاري التي لا حاجة لها ببعض ثروتها وهي أموال مجمدة تخسر أكثر مما تربح ولا تتمكن من استثمارها بنفسها لأسباب متعددة، لذلك يرغب أصحابها باستثمارها لدى الآخرين وهم الطالبون والمحتاجون لرأس المال وتعد هذه الأداة صحية.

¹ - عبد العزيز الخياط، إدارة العمليات المصرفية، دار المقدمة للنشر، عمان، ط1، 2004، ص: 21

² - أرشد فواد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص: 21

وغالبا ما يلعب هذا الدور سوق رأس المال أكثر من سوق النقد، لتمييز أدواته التقليدية الأسهم والسندات بطول الأجل، الأمر الذي تحتاجه عملية التنمية.

إذن تبين هذه الوظيفة أساسا على الوظيفة التمويلية إذ بتحول الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين (الوظيفة التمويلية)، يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام هذه الموارد المالية في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج الوطني، وعلى هذا فإن أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد في الاقتصاد وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية¹، وبهذا اتضحت العلاقة بين الوظائف الثلاث (الادخارية، التمويلية، الاقتصادية)، وأنها تكاملية وأن الأولى والثانية يحصلان معا وهما الوسيلة الثالثة وأداة من أدواتها إلى أن تصب نتائج الأعمال والجهود والاستثمارات لصالح التنمية الاقتصادية، بعد تحقيق الشرط الثاني والمهم وهو حسن توظيف المال وما يستلزمه من أدوات تقنية أو ذهنية ملائمة.

حشد المدخرات + الاستثمار الأمثل لها = تنمية اقتصادية = تقدم في منظومة التنمية الشاملة .

ثالثا - أهمية سوق الأوراق المالية:

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وخصوصا تلك التي تركز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض التنمية. وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط، وهي تعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد، وتظهر أهميتها من خلال الأنشطة والفعاليات التي تقوم بها، وترجع أهمية الأسواق المالية إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها بالآتي:

1- بالنسبة للفرد :

الرغبة في الادخار لدى الإنسان طبيعية، فالإنسان يكون ثروة لكي يستفيد منها في المستقبل، وذلك تحسبا لحدوث أشياء لا يعملها في المستقبل، حيث أن دخله من عمله أو استثماره قد ينخفض أو ينتهي بسبب المرض أو العجز أو الكوارث أو أي سبب آخر فإنه يسعى إلى الادخار.

وعندما يدخر الفرد بعضا من أمواله فإنه إما أن يحتفظ بها في صورتها النقدية السائلة، لكن الحياة أثبتت أن النقود لا تحتفظ دائما بقوتها الشرائية، فهي تتآكل شيئا فشيئا وبافتراض أنها تحتفظ دائما بقوتها الشرائية لكنها لا تنمو، وإما أن يقرضها لأحد أو يودعها في بنك مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ورغم أن الفوائد من القرض ثابتة والمخاطر محدودة، إلا أن التضخم يكون في بعض الأحيان أكبر من الفائدة، وبالتالي فإن صاحب المال يخسر رغم الفائدة.

ولتفادي ما سبق، فإن المدخر يقبل بتحمل بعض المخاطر نظير اشتراكات في اقتسام الأرباح التي تستغل أمواله في تحقيقها، ويتحقق ذلك عن طريق شراء أسهم شركات تمثل جزء من رأس مالها، بحيث

¹ - محمد براق، أسواق الأوراق المالية، المحلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، الديوان الوطني للأشغال التربوية، الجزائر، 2001، ص: 22

يتحول المدخر إلى شريك له حق المشاركة في اقتسام أرباح المشروع¹. ولذا فقد وجد سوق الأوراق المالية لتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، وهو بالتالي ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وقد أتى هذا السوق ليلبي رغبات الناس لما له من أهمية خاصة تتمثل في حماية المستثمرين.

ويمكن القول أن سوق الأوراق المالية يوفر قنوات ومدخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الاستثمار وذلك عن طريق إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها².

2- بالنسبة للاقتصاد المحلي:

سوق الأوراق المالية يحقق توازن فعال ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير الشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وكذلك ضمان حقوق المتعاملين جميعاً، من خلال حمايتهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم. وسوف نضيف هنا الأهمية على الاقتصاد المحلي:

- 1- أداة دفع غير محدودة في الاقتصاد، فهي تؤثر في كل جوانب ونشاطات الاقتصاد، وهي في نفس الوقت تتأثر بهذا كله، ومن خلال هذا التأثير والتأثير المتبادل تحدث نتائج جديدة.
- 2- جذب الفائض غير المعبأ، وذلك من خلال جذب المال الغير موظف وتحويل من مال عاطل لا أثر له إلى رأسمال مشغل وله أثر ايجابي.
- 3- توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائداً مناسباً لهم.
- 4- تحسين كفاءة الإدارة، حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم شركتها في البورصة، وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهمها.
- 5- توجيه مجالات الاستثمار، فهي توجه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها.
- 6- ترشيد الإنفاق الاستثماري، وذلك من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات الغير مناسبة³.
- 7- توفير الموارد والأموال للمشروعات، فسوق الأوراق المالية يقوم بتوفير السيولة للمشروعات المختلفة مالياً وإمماً الصناعة والتجارة⁴.

¹ - حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 19

² - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية "علمياً- عملياً"، الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، ط1، 2000، ص: 13

³ - محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، أيتراك للطباعة والنشر، ط1، 1996، ص: 18

⁴ - السيد إبراهيم الدسوقي، المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية، مجلة مركز البحوث، الرياض، 1989، ص: 135

8- تحدد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها¹.

9- الحد من معدلات التضخم، وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار².

وتطلب هذا الأمر توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

أ- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

ب كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعلومات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

ج- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

د- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين

الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات الأخلاقية التي يقوم بها بعض الأطراف مثل تعاملات المدراء ومحاولة تأثيرهم على الأسعار³.

وكذلك هي تخفيف البطالة من خلال توفير الأموال اللازمة لفتح مشاريع كبيرة وأساسية لعملية

التنمية، وبالتالي تشغيل عدد من الأيدي العاملة في هذه المشاريع⁴.

3- بالنسبة للاقتصاد الوطني:

المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق

المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية

المتداولة في البورصات العالمية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

وكذلك نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد التمويلية في المجتمع للمساهمة في دعم المشروعات

الاقتصادية⁵.

4- بالنسبة للشركات:

تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، وكذلك

تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة هامة لتقوم الشركات والمشروعات.

أيضا تساعد الشركات على توسيع نشاطاتها وذلك من خلال الحصول على الموارد التي تحتاجها من

خلال طرح أسهمها للاكتتاب¹.

¹ - رسمية قرياقص، أسواق المال "أسواق-رأس المال- المؤسسات"، الإسكندرية، دار الجامعة للطباعة والنشر، د.ط، 1999، ص: 47.

² - عارف صالح موسى، ندوة سوق الأوراق المالية-البورصة- في اليمن، صنعاء، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، 2001، ص: 3

³ - أحمد سالم بادويلان، كيف تكون ناجحا في الأسهم والعقارات، دار الحضارة للنشر والتوزيع، ط1، الرياض، 2005، ص: 70

⁴ - علي لطفني، مرجع سبق ذكره، ص: 81

⁵ - فاضل ناصر القلاف، بورصة الأوراق المالية الكويتية تنميتها وتطويرها، مؤسسة دار الكتب، الكويت، 1978، ص: 13

5- بالنسبة للتنمية :

أ- تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر، وذلك من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات².

ب- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزينة العمومية ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى³.

6- أهمية أخرى:

المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض "المقترضين" إلى الفئات التي لديها عجز المقترضين .

رابعاً- خصائص سوق الأوراق المالية:

تختص الأوراق المالية بطبيعة خاصة وهي أن التبادل يتم فيها بين النقود والأدوات (الأصول) المالية، فالمشتري يدفع النقود مقابل صكوك تتمثل في أوراق مالية، إلا أن المشتري لا يتسلم أصولاً حقيقية. ويلاحظ أن الصكوك المتبادلة في الأسواق المالية تمثل حقوقاً للملكية أو ديوناً على الشركات، وهذا يعني أن شراء الورقة المالية يؤدي إلى إنشاء نوعين من العلاقات الاقتصادية المهمة⁴.

أ- العلاقة بين مشتري الورقة المالية وبين المؤسسة أو الشركة التي قامت بإصدارها.

ب- العلاقة بين المستثمرين أنفسهم.

ولهذا فإنه لا بد من أن ينظر لتبادل الأوراق المالية في السوق على أنه أمر يتعدى تأثيره على البائع والمشتري إلى المؤسسات الاقتصادية القائمة وإلى الأفراد المشتركين في تلك المؤسسات، وهذا الأمر يستدعي وضع قواعد تحكم سلوك بائعي الأوراق المالية ومشتريها، بطريقة لا تضر بمصالح غيرهما من ذوي العلاقة من الشخصيات الطبيعية والمعنوية، ومما يساعد على صياغة قواعد السلوك المطلوبة وتصور أهميتها من خلال خصائصها، وتتمثل بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها⁵:

1 - مختار محمد بلول، دليل المستثمر في الأوراق المالية الأسهم والسندات، جامعة الملك سعود، الرياض، 1988، ص: 15

2 - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 37

3 - أحمد سالم بادويلان، مرجع سبق ذكره، ص: 70

4 - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية "الأسهم والسندات"، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار الفرائس للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2009، ص: 35.

5 - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص: 46

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
 - يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة .
 - التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذلك المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
 - التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
 - سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصة للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- كذلك هناك بعض الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية وهي:
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطرة سعرية سوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة .

المبحث الثاني: آليات وقواعد التعامل في الأسواق المالية

هي عبارة عن قواعد وإجراءات التعامل في السوق، أو هي التعليمات التي يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، كما أن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق. ولهذا قمنا بتقسيم المبحث إلى المطالبين التاليين:

المطلب الأول: تنظيم وإدارة الأسواق المالية

المطلب الثاني: العمليات والتسعير في البورصة

المطلب الأول: تنظيم وإدارة الأسواق المالية

لا تهدف البورصة كهيئة لتحقيق الربح وإنما هي عبارة عن مؤسسة تمتلكها بيوت السمسرة، لكي تساهم هذه الأخيرة في ملكية البورصة، ويجب أن تكون لها عضوية (مقعد في البورصة) والتي تحصل عليها بشرائها مقاعد من البورصة نفسها أو من عند الأعضاء في البورصة يرغبون في بيع عضويتهم. يعطي الحصول على العضوية الحق للسمسرة في التفاوض في قاعة التداول والمشاركة في مختلف العمليات التي تتم فيها¹. ولهذا فالبورصة هي عبارة عن مؤسسة ينشطها السمسرة ومهمتها تسهيل إتمام مختلف العمليات. من خلال ما تقدم قمنا بتقسيم المطلب إلى المحاور التالية:

أولاً: كيفية التعامل في البورصة وفئات المتعاملين فيها²: وتتمثل في

1- أعضاء بورصة الأوراق المالية:

ويتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة، وهم إما أعضاء عاملون أو غير عاملون، والأعضاء العاملون بالبورصة هم الحاصلون على عضوية البورصة مقابل مبلغ محدد للحصول على العضوية تحدده لائحة البورصة.

وتتمثل أهم فئات الأعضاء العاملين بالبورصة في الآتي:

أ- السمسرة بالعمولة: ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية تملكها مقابل عمولة أو سمسرة تحددها لائحة البورصة.

ب- سمسار الصالة أو المقصورة: ويختص بتنفيذ طلبيات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إليه زملائه السمسرة مقابل عمولة.

¹ - زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية الناشئة-حالة الأسواق المالية العربية-، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص: 19

² - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط2، القاهرة، 2010، ص: 56-61

ج- **تجار الصالة أو المقصورة:** ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.

د- **المتخصصون:** نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات أو تقصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل سمسار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور.

هـ- **السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة أو تجار الطلبات الصغيرة:** وهذه الفئة تتخصص في التعامل في الطلبات أو الصفقات الصغيرة (100 سهم) فأقل، مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعر البيع والشراء، ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة بالعمولة.

و- **وكلاء بيوت السمسرة:** وهم سمسرة أعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ويقوم بمساعدة الأعضاء العاملين بالبورصة فئتان هما المندوب الرئيسي ويعمل موظفا لدى السمسار، أما الفئة الثانية هم الوسطاء كحلقة اتصال بين السمسار والعملاء، يتلقون منهم أوامر الشراء والبيع ويبلغونها للسمسار وتنفيذ الصفقات نيابة عن السمسار بالمقصورة وتحت مسؤوليته.

ي- **أما الأعضاء غير العاملين:** وهم كبار المتعاملين في البورصة لشراء وبيع الأوراق المالية، ولكن ليس لهم حق في التعامل في المقصورة أو الصالة ويقومون بتنفيذ طلباتهم مقابل عمولة منخفضة، ومن أهم فئات الأعضاء غير العاملين ما يلي:¹

- **الأعضاء المنظمون:** وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات التي تعمل في مجال تسويق الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص عن طريق الأعضاء العاملين بالبورصة.

- **الأعضاء المرسلون:** وهم الأعضاء العاملين في بورصات أجنبية ويمارسون نشاطهم في بورصة دولة أخرى عن طريق سمسار وطني مقيد في بورصة هذه الدولة.

- **سمسرة الخصم:** وهم نوع من السماسرة التي تقدم خدماتها الإدارية والكتابية الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء، ويعملون من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعمليات حفظ الأوراق المملوكة لعملائها في خزانتها وتحصل عوائدها نيابة عن العملاء في تواريخ استحقاقها، فضلا عن اتخاذ قرار الشراء أو البيع المناسب له دون الحاجة للتعامل مع الأعضاء العاملين بالبورصة.

- **مكاتب الخدمة الاستشارية:** وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الأوراق المالية، ولكنها تساعد في تدعيم كفاءة السوق المالي من خلال الدراسات والأبحاث التي تجريها هذه المكاتب عن

¹ - محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص: 51

نشاط البورصة، سواء لحساب بعض العملاء أو بيوت السمسرة مقابل مبلغ من المال يتفق عليه مقابل هذه الخدمات.

2- كيفية التعامل في البورصة:

عند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فإن ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه السمسار أو شركات السمسرة، وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة سواء ببيعاً أو شراءً.

ولا يجوز طبقاً للنظم المعمول بها دولياً أن يقوم العميل بإجراء التداول بصفته الشخصية، بل عليه الرجوع إلى السمسار الذي يؤدي ذلك العمل داخل البورصة (فيما عدا الأسهم فهي لحاملها، لأن طبيعتها تقتضي أن مستند الملكية هو الحياة).

ويقوم السمسار بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسمياً من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها، ولكن السؤال هو: كيف نعرف أن هذه الأسهم جيدة، خصوصاً إذا كانت هذه الأسهم حديثة التداول في البورصة؟.

والإجابة عن هذا السؤال تكون عن طريق دراسة خصائص الأوراق المالية من خلال فحص خصائص الشركات المصدرة لها، وكل شركة تصدر ما يسمى قوائم مالية "ميزانيات"، وكل شركة مرخص لها بالعمل في السوق يجب أن تتطابق معايير وأنظمة محاسبية تساعد وتنظم عملية إصدار القوائم المالية لها.

وينظم علم المحاسبة المالية استعراض الموقف المالي للشركة فيما يعرف بالقوائم المالية التي يتبين من خلالها إجمالي أصول الشركة واستثماراتها، ومصادر تمويل تلك الاستثمارات والأصول في تاريخ معين فيما يعرف باسم الميزانية أو المركز المالي للشركة في تاريخ معين، فالميزانية هي قائمة المركز المالي في نهاية الفترة، توضح طبيعة وقيمة الأصول والخصوم ورأس مال الشركة¹.

كما يتم بيان نتائج أعمال الشركة خلال فترة زمنية فيما يعرف بقائمة الدخل خلال مدة من كذا إلى كذا، يتم فيها استعراض نتائج الأعمال عن الفترة السابقة التي توضح الإيرادات والمصاريف والأرباح والخسائر ومصادر الإيرادات والتكلفة للوصول إلى صافي الربح أو رقم الأعمال النهائي، ومن القوائم المالية أيضاً قوائم مصادر الأموال التي تم الحصول عليها خلال الفترة الزمنية.

وكذلك التقرير السنوي وهو تقرير عن عمليات الشركة عن السنة المنتهية، ويمثل التقرير وثيقة مفيدة جداً لحملة الأسهم، تتيح لهم متابعة أداء الشركة وبالتالي استثماراتهم فيها، ويتضمن التقرير السنوي عادة:

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 91

- قسم يوضح فلسفة الشركة أو كيفية قيامها بأعمالها، ويحدد هذا القسم ما تعتبره الشركة رسالتها الحضارية التي تميزها عن الشركات المشابهة أو المنافسة لها.

- البيانات المالية: وتشمل حسابات الأرباح والخسائر ونتائج عمليات العام والميزانية العمومية، وتظهر الميزانية العمومية، موجودات ومطلوبات الشركة في نهاية ذلك العام المالي بالمقارنة مع العام المالي السابق.

- تقارير مفصلة عن كل قطاع من عمليات الشركة، وقد تلقي هذه التقارير الضوء على أي حلقة ضعيفة في بنيتها الإدارية.

- تقرير للمدققين يؤكد فيه أن الأرقام والبيانات الواردة ضمن التقرير السنوي، خضعت للتدقيق من قبل مدققين خارجيين، وما إذا كانت تعكس صورة صحيحة وعادلة للأوضاع المالية للشركة.

وتفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للشركة " التحليل الأساسي"، للوصول إلى استقراء ومعرفة حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة،... الخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ويتضمن التحليل الأساسي أيضا أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، وأسعار الفائدة، ومعدلات البطالة والمدخرات لكي يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات الشركة.

ويمكن أيضا أن يتم معرفة الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودتها، من خلال التحليل الفني لتلك الأسهم الذي يدرس السهم من خلال اتجاه حركته وعدة مؤشرات إحصائية أخرى، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الأسهم من خلال الصعود والهبوط

3- شروط تسجيل الأوراق المالية بالبورصة:

عادة ما تضع البورصات شروطا لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المختلفة، وذلك لكي يسمح لها بالتداول فيها. وللتسجيل في بورصة نيويورك على سبيل هذه الشروط، هناك خمسة شروط أساسية:

1- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المؤسسة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، و أن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام.

2- أن لا يقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.

3- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.

4- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.

5- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

وبالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكتملة هي:

1- أن تكون للمؤسسة مكانتها على المستوى الوطني.

- 2- أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.
- 3- وأن تنتمي المؤسسة لصناعة لها فرصة التوسع والنمو، أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق. هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المؤسسة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.
- و بمجرد قبول وتسجيل أسهم المؤسسة يصبح لزاما عليها¹:
- 1- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة.
 - 2- نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.
 - 3- نشر حساباتها الختامية سنويا.
 - 4- امتناع العاملين بها عن التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف.
- وتشير هذه الشروط المتشددة التساؤل عن سبب إقدام المؤسسات على تسجيل أسهمها في السوق المنظمة "البورصة"، رغم وجود السوق غير المنظمة والتي لا تضع مثل تلك الشروط. ويرجع ذلك إلى أن المؤسسة التي لها أسهم مسجلة ومتداولة في البورصة تحقق العديد من المزايا. فالتسجيل يعد في حد ذاته إعلانا مجانيا عن المؤسسة، يتوقع أن يكون له أثره الإيجابي على المبيعات، وتزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المؤسسة نشطا. وإذا ما أخذ في الحسبان شروط التسجيل، فإنه يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للمؤسسة، مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.
- هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها. ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة - من خلال بعض وسائل الإعلام - عن المؤسسة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها، وأسعار الإقفال والافتتاح، كما أن التسجيل في البورصة يزيد الثقة في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة، أي حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين. ويضيف البعض مزايا أخرى من بينها أن التشريعات في بعض الدول تنص على أن يكون تعامل المؤسسات المالية - وهي تتميز بضخامة حجم معاملاتها - في الأسهم المسجلة في البورصات فقط. وهذا يعني أن التسجيل من شأنه أن يزيد حركة التعامل في أسهم المؤسسة المعنية، وربما يكون لذلك أثر إيجابي على أسعارها، كذلك فإن بيع وشراء الأسهم - سواء كانت مسجلة في بورصة أو غير مسجلة - يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال، هذا إلى جانب أن إجراءات الإصدار - التي سبق الإشارة إليها عند تناول السوق الأولى - واحدة في الحالتين، بمعنى أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن.

¹ - P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997, p: 28-29.

ويشير البعض إلى أن اشتراطات التسجيل المشددة، وعدم الرغبة في توزيع الأسهم على نطاق واسع، إضافة إلى عدم الرغبة في نشر المعلومات التي يقتضيها التسجيل تعد الدوافع الرئيسية لأحجام بعض المؤسسات عن تسجيل أسهمها في البورصة. وهكذا يبدو أن المؤسسات التي تحجم عن تسجيل أسهمها غالباً ما تكون المؤسسات صغيرة الحجم، التي عادة ما يسعى ملاكها إلى إحكام القبضة عليها، ومن ثم لا يرغبون في التداول العام لأسهمها.

وهنا يطرح تساؤل آخر يرتبط إلى حد كبير بقرار المؤسسة تسجيل أسهمها في البورصة، ويتعلق التساؤل بقرار المؤسسة طرح أسهمها للتداول العام بدلاً من الاقتصار على طرحها للتداول الخاص، أي بيع إصداراتها الجديدة للملاك الحاليين، إضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين "ملاك جدد" الذين غالباً ما يكونوا معروفين للمؤسسين.

4- الطرح العام الأولي:¹

يقصد بالطرح العام الأولي عملية الإصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور ويتجلى هذا المفهوم بشكل واضح عند تأسيس الشركات المساهمة العامة أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء ويحقق الطرح العام الأولي (IPO) مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي :

- توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل .
- إمكانية تحسين الصورة المؤسسية للشركة عبر إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور.
- يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية وعدم تركيزها .
- مرونة أكبر في تسويق وتوزيع الاصدارية الجديدة .
- تحقيق مكاسب لفريق الإدارة والعاملين من خلال خطط خيارات الأسهم وبشكل قد ينعكس على سعر السهم وضمن الأداء المشترك للشركة .

مقابل هذه المزايا قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على الشركة من خلال تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، الذي قد يفقد الشركة مكانتها التنافسية أمام الشركات المقارنة التي تروم لطرح أسهم .

تتخذ الإجراءات المعتمدة للطرح العام الأولي فترة زمنية طويلة مدتها تعتمد على مدى جاهزية الشركة ومدى توفر المعلومات ودقتها في بيان التسجيل هذا، بالإضافة إلى ظروف السوق وفي كل الأحوال فإن الإجراءات المعتمدة في عملية الطرح العام الأولي تشمل الخطوات التالية :

- إيداع بيان التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية لغرض مراجعته من قبل فريق متخصص للتحقق من صحة ودقة المعلومات المتاحة في البيان بالجزء الأول والثاني عندها تبدأ فترة الانتظار.

¹ - أرشد فواد التميمي، مرجع سابق، ص: 97

- يتطلب من إدارة الشركة إعداد بيان التسجيل المعدل، إذا كانت هناك ملاحظات من هيئة الأوراق المالية حول النقائص أو المعلومات المتاحة في بيان التسجيل.
- إعداد نشرة الإصدار الأولية وتوزيعها على عموم المستثمرين للحصول على مؤشرات أولية عن الإصدارية وحجم الطلب.
- القيام بجولات ميدانية لتسويق الإصدارية لتعريف الجمهور بنوع وطبيعة الأوراق المالية المزمع إصدارها.
- إجراء عملية التحقق الشامل بعقد اجتماع لفريق الطرح العام للتأكد من جميع الوثائق والمعلومات المتعلقة بالإصدارية قبل سريان نفاذ بيان التسجيل.
- التفاوض بشأن حجم وسعر الإصدارية مع الأخذ بنظر الاعتبار الأداء المالي للشركة، ظروف سوق المال، والأسعار المقارنة لشركات منافسة وصورة الشركة لدى الجمهور.
- عقد اتفاقية التغطية مع أحد أو مجموعة من بنوك الاستثمار تتضمن الاتفاقية، التعهدات والضمانات المقدمة من قبل الأطراف.
- إجراء عملية الإقفال بتسليم الأوراق المالية إلى متعهد التغطية واستلام قيمتها في اجتماع يضم جميع الأطراف ذات العلاقة وعادة يكون الإقفال بعد تاريخ نفاذ الطرح العام مع مراعاة حجم الإصدارية، فإذا كان الحجم صغير يكون الإقفال بعد استكمال مدة البيع "60-120 يوم".
- أما الإصدارية الكبيرة فإنها تستغرق أسبوعاً واحداً أو أسبوعين بعد تاريخ نفاذ الطرح العام أو سريان نشرة الإصدار .

5- الطرح (الاكتتاب) الخاص:

يقصد بالاكتتاب الخاص عملية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محدودة من المؤسسات المالية والأفراد الأغنياء وبموجب صفقات خاصة. وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل في هيئة الأوراق المالية وكما هو الحال في الطرح العام الأولي. وبذلك تستطيع الشركة المصدرة أن تخفض تكاليف الإصدار وتجنب إعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية الطرح العام، ومن جانب آخر هذا النوع من الاكتتاب يناسب الإصدارات الصغيرة إذا كانت أسهم، وأكثر تناسبا في حالة السندات. ونتيجة لذلك تفقد الورقة المالية جزء من مدونتها في التسييل، وعليه فإن المستثمر يدفع سعر منخفض بالإصدارية. وطالما للإصدارية في حالة الاكتتاب الخاص معفية من شروط التسجيل لذا فإنها غير ملزمة لعمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، وبذلك تستطيع الشركة أن تتجنب الانكشاف على الشركات المنافسة التي تنوي إصدار أوراق جديدة، كما تحمي أنشطتها التشغيلية والحفاظة على السرية.¹

¹ - أرشد فواد التميمي، مرجع أعلاه، ص: 100

ثانيا - أوامر البورصة وتكاليف تنفيذها: وتمثل في

1- أوامر البورصة:

وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر¹. وتقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة وهي:

أ- أوامر السوق:

وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشترى عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق، أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن².

ويتميز هذا النوع بالسرعة وضمن التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر³.

ب- الأوامر المحددة:

هناك نوعان من هذه الأوامر وكلاهما يضع حدود السعر. فالأمر للشراء يضع الحد الأقصى للسعر الذي يرغب المستثمر دفعه لشراء كمية معينة من أسهم معينة. أما الأمر بالبيع فهو يحدد الحد الأدنى للسعر الذي يرغب المستثمر أن يبيع به أسهمه. وإذا لم يحصل المستثمر على السعر الذي حدده فإن السمسار "أو المتخصص" يسجل هذا الأمر في سجلاته الخاصة بالأوامر ويحتفظ به للتنفيذ في المستقبل عندما تسمح الظروف بذلك، وبعض هذه الأوامر يكون لها تاريخ محدد لتنفيذها. وتمثل عيوبه في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة حتى وإن كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد، فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا.

¹ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

² - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، د.ط، 1999، ص: 95.

ج - أوامر إيقاف الخسائر:

وهي مصممة إما لحماية أرباح الزبون أو لإيقاف أية خسارة، فمثلا اشترى مستثمر سهما بمبلغ 100 دينار وارتفع السعر لهذا السهم إلى 120 دينار فإن الربح الظاهري هو 20 دينار للسهم. وإذا شعر المستثمر بأن السعر ينخفض فإنه يصدر أوامره للسمسار أن يبيع هذا السهم عند سعر لا يقل عن 110 دينار، ولكن هذا السعر أيضا هو غير مضمون، وربما ينخفض عن 110 دينار ليصل مثلا إلى 108 دينار أو حتى 105 دينار خلال فترة تنفيذ البيع. لكن في هذه الحالة فإن ربحية المستثمر قد تم حمايتها إلى حد كبير¹.

أما الخطر من استخدام هذا النوع من الأوامر هو أن المستثمر يتعرض لخسارة مزدوجة، وهذه الخسارة تتمثل في الانخفاض في السعر وأن يبعه الآن بسبب خسارة أخرى لأن سعره سيرتفع في المدى البعيد.

د - أوامر إيقاف محددة:

تحدد هذه الأوامر سعر الإيقاف وحدود السعر الذي بموجبه يرغب الزبون في البيع أو الشراء، ويترتب عليه تحمل المخاطر إذا لم يصل سعر السهم إلى السعر المحدد وبهذا لن يحدث أي بيع أو شراء. وإذا لم ينفذ البيع أو الشراء بواسطة السمسار عند وصول الأمر إلى قاعة التداول، فإن السمسار سيحول الأمر إلى المتخصص والذي سينفذ الأمر بدوره إذا وصل السعر إلى السعر المحدد أو أفضل منه. فمثلا أنت تملك 200 سهم، وأن سعر السهم الجاري في السوق يبلغ 40 دينار ولكنه تشعر بخوف من انخفاض هذا السعر، ولكي تتخلص من هذا الخوف تعطي أمر للسمسار بأن يقوم ببيع هذه الأسهم عند سعر إيقاف قدره 39 دينار، بحيث لا يقل عن 38 دينار. وإذا انخفض سعر السهم كما توقعت إلى 39 دينار فإن السمسار سينفذ أمرك في الحال محاولا يبعه عند سعر 39 دينار، وإذا لم يستطع السمسار يبعه عند هذا السعر فمن المحتمل أن يبعه عند سعر 38 دينار "Limit price" ولكن السمسار سوف لن يبيع السهم عند سعر أقل من 38 دينار.

أما أمر الإيقاف عند سعر محدد في حالة الشراء فهو عكس عملية البيع. فحالما يصل سعر السهم إلى مستوى سعر الإيقاف فإن السمسار ينفذ عملية الشراء عند المستوى المحدد أو الأفضل، والذي هو أقل من السعر المحدد (38 دينار أو أقل).

هـ - الأوامر المفتوحة:

وهذا النوع من الأوامر يبقى ساري المفعول ما لم يلغى (أوامر أكثر من يوم). أما الأمر ليوم واحد فإنه يبقى ساري المفعول فقط ليوم واحد في قاعة التداول، ومعظم الأوامر هي من نوع الأمر ليوم واحد. وعلى كل حال فإن الزبائن ربما يفضلون أوامر هذا النوع خصوصا إذا كانت أوامر محددة الأسعار، كما أن لديهم الاستعداد للانتظار حتى يصبح السعر مناسب للبيع أو الشراء.

¹ - عبد النافع الزرري و غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2001، ص: 127

2- تكاليف التنفيذ:¹

لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ، ويمكن تقسيم التكاليف إلى:

أ- **تكاليف مباشرة:** وهي تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة:

- عمولة السمسار "Commission": وتمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

- الخصم على السعر "Prive Concession" الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.

- الضرائب والرسوم المستحقة للأطراف المتعاملة في البورصة: يتحمل المستثمر تكلفة تتمثل في مجموع الضرائب والرسوم التي تفرضها الحكومة من جهة، واللجنة المختصة بالقيم المنقولة.

- عمولات البنوك: يلتزم المستثمر الذي يلجأ إلى أحد الفروع البنكية لإيداع أوامره بدفع عمولة إضافية نظير الخدمات التي يقدمها له على تلك التي تعطى للوسيط.

- حقوق الدخول، الخروج ومصاريف التسيير: تتعلق هذه المصاريف، عموما بهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية ونخص:²

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: بالإضافة إلى مصاريف التسيير المتعلقة بالعمليات التي تجري في البورصة، هناك حقوق دخول للبورصة وحددت هذه المصاريف بـ 4.75 كحد أقصى في التشريع الفرنسي أما مصاريف التسيير فحددت بـ 1 % كحد أقصى.

- الصناديق جماعية للتوظيف: حددت هذه المصاريف في التشريع الفرنسي على النحو التالي: حقوق الدخول والخروج بنسبة 4 % كحد أقصى، أما مصاريف التسيير فحددت بنسبة 1 % كحد أقصى.

- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.

- الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء والبيع وتدعى بضرائب صناع السوق (المتخصصين والتجار). حيث تطبق ضريبة على الربح، والمتمثل في الفرق الذي يحصلون عليه بين السعر الذي تشتري به الأوراق المالية وسعر بيعها، ويعرف بالهامش أو المدى، وذلك مقابل الوساطة التي يقومون بها بين البائعين والمشتريين الحقيقيين لهذه الأوراق، الذين يرغبون في تحقيق ما يريدونه بسرعة، ويمكن لصناع السوق "تجار الأوراق" الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتلبية معظم الطلبات لأن توقيت الرغبات يكون متباين مما يحملهم تكاليف فرق هذه المدة، وهي ما تعرف "بتكلفة الاحتفاظ بمخزون

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات -، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005، ص: 256

² - A.Chonel.A et Royer.G , Le Marché financier : Structures et acteurs édition revue banque, 6ème édition, 1996, 373-402

الأوراق المالية" أو " ثمن الانتظار"، وتضم معدل العائد المطلوب مقابل مخاطرة عدم التنويع وارتفاع معدلات الفائدة كذلك النقص في المعلومات.

- ويضاف ثمن الانتظار إلى سعر الشراء مما يمكن صناع السوق من تحديد البيع ومن ثم تحقيق هامش ربح مدروس.

ومجموع هذه الفقرات تدعى بتكاليف المعاملات "Transactions Costs" وهي تكاليف مباشرة، أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار (فائدة الائتمان عند التنفيذ على المكشوف) بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها على المستثمر.

- التكاليف المباشرة الأخرى: إضافة إلى تكاليف المعاملات ينبغي على المستثمر أن يعطي اهتماما لتكاليف مباشرة أخرى والتي تضم العناصر التالية:¹

- التكاليف الناجمة عن الزيادة السعرية في قيمة الأوراق داخل الأوامر المتعلقة بالكميات الكسرية.

- تكاليف الفوائد على الاقتراض وكذا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير نقدية.

- الضرائب المتعلقة بالتوزيعات والأرباح الرأسمالية.

ب- التكاليف غير المباشرة: وهي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية (أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة الأمثل).

وقد يكون حساب الأخيرة صعب نسبيا ألا أن تقديره ممكنا، ولا بد أن يأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثمار لصفقة الشراء أو البيع للأسهم، وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل مجملها التكاليف الكلية للعملية.

المطلب الثاني: العمليات والتسعير في البورصة

تصنف عمليات السوق المالي إلى عمليات فورية أو حاضره وعمليات آجلة، وتكون نقطة البدء في عمليات البورصة، بصدور أمر من العميل إلى الوسيط الذي يختاره، برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى الأمر بيع إذا كانت رغبة العميل هي البيع.

¹ - يخلف عبدالرزاق، مرجع سبق ذكره، ص: 42

وذهب البعض إلى " وجوب أن يلتزم الوسيط في تنفيذ أوامر البورصة بتعليمات عميله بدقة، فإذا لم تكن لديه تعليمات دقيقة وواضحة، كان عليه أن يعمل طبقاً لما جرى عليه العمل من التقاليد، وصار عرفاً مقررأ. ومن خلال ما تقدم قام الباحث التطرق في هذا المطلب إلى العناصر التالية:

أولاً: عمليات البورصة:

تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1- العمليات العاجلة:¹ وتتميز بأنها تتم فوراً، حيث يجري دفع الثمن للبائع حالا وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة وجيزة جدا لا تتعدى عموماً 48 ساعة. وبشكل عام فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة.

ولأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين. في حين أن المتعاملين العاديين (الخواص) يعتمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة لثلاثة أسباب رئيسية هي:

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة.

- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه. بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية. ونشير إلى أنه يشترط أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات العاجلة جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي:
- صلاحية الأمر.

- بيان نوع المعاملة وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب في إجرائها.

- كمية الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة.

- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن تتم العملية بمقتضاه.

2- العمليات الآجلة:

أ- تعريف العمليات الآجلة:

هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لآجال متباعدة في الزمن. حيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة. بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقاً تسمى "الأجل" أو "موعد التصفية". وتجرى عملية التصفية النهائية للصفقة عامة مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة لذلك الشهر. وتأخذ هذه التصفية النهائية أحد الشكلين التاليين :

¹ - براق محمد، أطروحة الدكتوراة، مرجع سبق ذكره، ص: 150

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.

- تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة والسعر عند موعد التصفية). وتعرف مثل هذه العمليات في فرنسا بالعمليات ذات التسوية الشهرية.

وبغية الحد من درجة المخاطر وأخذاً بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فوراً على أن يتم دفع المتبقي حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع ابتداءً تأميناً مالياً والذي يعرف باسم "التغطية".

وينبغي التنبيه إلى أن نسبة التغطية تختلف وفق نوع العمليات المتعاقد عليها والتي قد تكون نقداً أو أوراق مالية. في مثل هذه العمليات قد يتولى الوسيط تقديم القروض اللازمة للمتعاملين قصد شراء الأوراق المالية المطلوبة، وهذا الوسيط يلجأ بدوره إلى الاقتراض من المؤسسات البنكية بضمان الأوراق المالية موضوع الصفقة.¹ كما أن هناك حد أدنى بخصوص الكمية المطلوبة من الأوراق المالية والتي تكون محل كل العملية الآجلة والتي بدونها لا يمكن أن تعقد الصفقة.

ويلاحظ أن العمليات الآجلة تعد المثال الحي لعمليات المضاربة، ذلك لأن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها.²

ب- أنواع العمليات الآجلة:

ويمكن التمييز بين نوعين كبيرين من العمليات الآجلة هما:

ب-1- العمليات الآجلة القطعية:

هي عمليات يتم تحديد تنفيذها في وقت محدد يدعى "موعد التسوية"، حيث يلتزم طرفا العقد. أحدهما بدفع ثمن حالي أو مستقبلي للأوراق المالية موضوع الصفقة على أن يتولى الطرف الثاني تسليم الأوراق المالية عند وصول الأجل. وينبغي أن تحدد واجبات كل طرف في العقد المبرم من ذلك تحديد نوع الأوراق صفتها، الحد الأدنى لكميتها، وسعر التعاقد... إلخ. نشير إلى أنه لا يمكن التراجع عن تنفيذ العقد بأي حال، وتؤدي العمليات القطعية عموماً إلى تعريض أحد طرفي العقد إلى خسارة. وهناك وضعية وحيدة لا يقع فيها المتعاقدان في الخسارة وهي وقت أن يكون السعر يوم التصفية معادلاً لسعر التعاقد. أما إذا ارتفعت الأسعار يوم التصفية عن سعر التعاقد، فإن البائع يتحمل سعر الفرق الذي هو بمثابة الخسائر التي يتكبدها هذا الأخير. في حين أنه إذا انخفضت الأسعار، فإن خسائر فرق السعر يتحملها المشتري لوحد.

ونشير إلى أن تصفية العمليات الآجلة الباتة يمكن أن تأخذ أحد الأشكال الثلاثة الموالية:

- تصفية العملية وذلك بأن يأخذ المشتري الأوراق ويقوم بتسديد ما عليه من حقوق.

- تسديد الفارق عندما يقوم المشتري أو البائع بعمليات مضادة.

¹ - مروان عطون، الأسواق المالية "أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 1993، ص: 244

² - براق محمد، أطروحة الدكتوراة، مرجع سبق ذكره، ص: 152

- عملية مراجعة وذلك في حالة عدم تحقق ما كان يريده المشتري أو البائع. وبغية تسوية وضعيته، يقوم بتحويله على التصفية المقبلة.

ب-2- العمليات الآجلة بشرط:

إضافة إلى أن هذه العمليات لا يمكن تصفيتها إلا عند وصول الأجل، فإنه يلاحظ في هذا الصنف من العمليات عدم تحديد واجبات طرفي العقد، حيث يترك لهم المجال واسعا حين تصفية العملية على النحو الذي يمكنهم من القيام ببعض المناورات والمتمثلة في عدد من الخيارات لهم. وبهذا الخصوص فإنه يمكن التمييز بين أربعة أنواع هامة من العمليات الآجلة بشرط وهي:

ب-2-1- العمليات الآجلة بشرط التعويض:

هي المعاملات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع تعويض (مكافأة) يتم تحديده وقت إبرام العقد.

ويعرف اليوم السابق لتاريخ التصفية بيوم "جواب الشرط" حيث يتم إما تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت الصفقة، وفي حالة امتناع المشتري من إتمام الصفقة فإنه يتعين عليه دفع التعويض الذي تم الاتفاق عليه في العقد. وفي جميع الحالات فإن البائع ليس بوسعه إلا قبول القرار المتخذ من طرف المشتري.

ب-2-2- العمليات الآجلة بشرط الزيادة (الخيار):

وهذه الصيغة تعط الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار.

ب-2-3- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء (الخيارين):

تتكون هذه الصيغة من عملية المزاجحة بين نوعين من الأوامر على الصفقة الواحدة والتي لهما صفة الشراء البات وبشرط.

وتتميز هذه العمليات في أن للمتعاقدين حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية. إلى جانب هذا، فإن العمليات تركز على سعرين والمتعامل له حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى، ويمكن أن نميز هنا بين حالتين هما:

- حالة بقاء السعر متذبذبا بين الحد الأدنى والأقصى: فمن يختار وضعية المشتري فإنه يتيح للبائع فرصة تحقيق أرباح لأن العملية ستتم بالسعر الأعلى. وإذا ما اختار الطرف الثاني وضعية البائع فإن المشتري سوف يحقق أرباحا لأنه سيشتري بالسعر الأدنى.

- حالة ارتفاع الأسعار الجارية عند الحد الأعلى أو نزولها عند الحد الأدنى: من اختار وضعية المشتري فإنه سيشتري بالحد الأعلى ثم إذا توجهت الأسعار نحو الصعود سيكون هذا العميل رابحا في الصفقة. وفي حالة هبوط الأسعار عن الحد الأدنى وكان الطرف الثاني قد اختار عملية البيع، فإن هذا العميل سيبيع بالحد الأدنى. ومن ثم فإنه يكون رابحا بالنظر إلى الأسعار الجارية التي قد انخفضت.

ب-2-4- المراجعة والوضيعة:

كما هو معلوم، فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، ومن مصوغات هذا التأجيل أن المتعاملين قد يشعرون بأنه ليس بمقدورهم تنفيذ الصفقات المبرمة ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف ما تم التنبؤ به. وطلب تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر يأخذ صفتين رئيسيتين:¹

- المراجعة: إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المستثمرين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من قبل البائعين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى تدخل الممولين الذين يقبلون بتقديم الأموال اللازمة للمشتري الذين بإمكانهم تأجيل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة "عمولة" من قبل المشتري إلى الممولين وتدعى فائدة "العمولة" المراجعة.

- الوضعية: على عكس المراجعة، إذا كان عدد الأوراق المؤجلة موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق بكثير عد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتريين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين، مقابل عمولة يحصلون عليها تعرف بالوضعية.

لكن يجب التوضيح في نهاية هذا العنصر الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية والجدول التالي يلخص أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

الجدول رقم (2/1): أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة
1- عبارة عن عقود نمطية	1- يتم وضع بنود هذا العقد بالاتفاق بين المتعاملين
2- تتحكم بيوت التسوية في تنفيذ العقد وتحديد هامش الضمان	2- عقود خاصة بين طرفي العقد
3- المكاسب والخسائر تحقق فوراً	3- لا يتحقق المكسب أو الخسارة إلا في تاريخ التسليم والتسديد
4- يتم تكييف الهامش بحسب تغير أسعار الأصل	4- تحديد الهامش المبدئي يكون مرة واحدة

المصدر: مباركي سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين "الجزائر، المغرب، تونس،

رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، ص: 54

¹ - شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص: 61

ثانيا - التسعير في البورصة:

لا تختلف هذه العملية كثيرا في البورصة عنها في الأسواق العادية، حيث يتلقى الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية. تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا وهي كالتالي:¹

1- التسعير بالمناداة :

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي يجوزهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2- التسعير بالترج :

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3- التسعير بالصندوق :

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن

¹ - جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، ط1، الجزائر، 2002، ص: 114-117

الانحراف العادي مثلاً. مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية مثلاً (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص "كما هو، الحال في التقنية السابقة"، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

4- التسعير بالمقابلة :

يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو الموازنة (Arbitrage).

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله . كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفاً في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

قانون العرض والطلب يترجم بصفة فعالة السلوكيات المتضادة للبائعين والمشتريين إزاء تغيرات الأسعار في السوق. التنبؤ بهبوط الأسعار سيؤدي بالمشتريين إلى زيادة طلبهم بينما سيقوم البائعون بالتقليل من عرضهم، هذا ما قد يؤدي إلى زيادة الطلب بالنسبة للعرض، ابتداءً من هذا الوقت بعض المشتريين سيصبحون قادرين على الشراء بسعر أعلى، وبالتالي تطور الأسعار نحو الأعلى سيؤدي بالبائعين إلى زيادة عرضهم. فالسوق عبارة عن لعبة تصحيحات دائمة تؤدي إلى تحديد سعر التوازن وهو السعر الذي يسمح بتلبية أكبر عدد من العروض والطلبات. ونظام التسعير في البورصة يعرف على أنه: " مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة"، وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة:

أ- التسعير بالتثبيت:

هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات، وهي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر التثبيت وذلك بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم). وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لا بد وأن تنفذ أولاً.

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.
- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

ب - التسعير بالتواصل:¹

يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح)، ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام. وهذا النوع من التسعير يعطي القدرة على التداول مباشرة، كما هو واضح من اسم هذه الطريقة. إن التسعير هنا يكون بشكل مستمر ويتغير سعر التوازن تلقائياً بمجرد إدخال أوامر جديدة، ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله.

وهناك ثلاث تسعيرات وهذا حسب توقيت عمل البورصة وهي:

- **سعر الافتتاح:** هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

- **السعر خلال جلسة العمل:** وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.

- **سعر الإقفال:** وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

ثالثاً - آليات وأنظمة العمل بسوق التداول:

يأتي في مقدمة آليات وأنظمة العمل التي من شأنها تيسير تداول الأوراق المالية ورفع مستوى نظام قيد الأوراق المالية في البورصة، نظام المقاصة والتسوية ونظام السعر الاستكشافي ونظام الحفظ المركزي وتتناول فيما يلي دراسة تلك الأنظمة تفصيلاً:

1- نظام قيد الأوراق المالية:²

يكون قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها، ويتم قيد الأوراق وشطبها بقرار من إدارة البورصة وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، ولا يجوز قيد الورقة في أكثر من بورصة. واستثناء من ذلك تقيد الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية، وذلك برسم قيد واحد يقسم بينهما.

ويتم قيد الأوراق المالية في نوعين من الجداول:

¹ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية "دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة

الجزائر، 2006، ص: 83

² - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 317

أ- جداول رسمية تقيد بها الأوراق المالية الآتية:

أ-1- أسهم شركات الاكتتاب العام التي يتوافر فيها الشرطان الآتيان:

- ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن 30 % من مجموع أسهم الشركة.

- ألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن 150 ولو كانوا من غير المصريين.

وإذا ترتب على تداول أسهم الشركة أن قل عدد المساهمين عن 100 لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية للشركة، اعتبرت أسهم مشطوبة من هذه الجداول بحكم القانون وتنقل إلى الجداول غير الرسمية.

أ-2- السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في اكتتاب عام، على أن تتوافر فيها الشروط الواردة بالبندين السابقين.

أ-3- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام.

أ-4- الأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

ب- جداول غير رسمية تقيد بها الأوراق المالية:

ب-1- الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية.

ب-2- الأوراق المالية الأجنبية: ونشير هنا إلى أنه وإن كان قيد شركات جديدة فيه إضافة لقيمة رأس المال السوقي، إلا أن استمرار القيد دون ارتباطه بمستوى أداء الشركة من شأنه الإضرار بالسوق في صورة انخفاض حجم التداول وفي معدل الدوران (حجم التداول/رأس المال السوقي). لذلك قد يكون من الملائم التفكير في إيقاف قيد الشركة التي تتعرض للخسائر خلال عدد متتالي من السنوات لتحقيق أمرين هامين، أولهما تجنب التأثير السلبي لأداء هذه الشركة مؤشرات حالة سوق التداول بما يؤثر على المستوى العام لها في نظر جمهور المستثمرين، مما يؤدي إلى إثارة مشاعر القلق لديهم على مستقبل استثماراتهم الأخرى وإحجامهم عن زيادة تلك الاستثمارات وفقا لطبيعة الاستثمار في البورصة لاسيما في الأسواق الناشئة ومن بينها مصر، وثانيهما تنبيه حملة الأسهم العادية في تلك الشركة الخاسرة لحضور اجتماعات الجمعية العمومية لمعرفة أسباب تدني مستوى الأداء ومحاولة تقويمه مستقبلا.

2- نظام المقاصة والتسوية:

ويهدف هذا النظام إلى نقل ملكية الأسهم المباعة إلى مشتريها بهدف تحديد صافي الحقوق والإيداعات والالتزامات، بالإضافة إلى تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية، وتتم هذه العمليات على أساس التسليم مقابل سداد الثمن، كما يسهم أيضا في تسهيل عملية تسوية حصيلة الأجانب من إيرادات بيع الأوراق المالية وتحويلها إلى العملات الأجنبية.

ويمر هذا النظام بالخطوات التالية:

- أ- مرحلة الاستلام: تقوم شركة المقاصة والتسوية باستلام الأوراق المالية والتأكد من الكمية وعدد العمليات ومطابقة ذلك مع طبعة البائع.
- ب- مرحلة الفحص والمراجعة: يتم في هذه المرحلة فحص ومراجعة بيانات الأوراق المالية من حيث اسم البائع وعدد العمليات والكمية، كما يتم التأكد من عدم وجود قيود قانونية ظاهرة تمنع تداول الأوراق المالية أو تضع قيود على تداولها.
- ج- مرحلة التسجيل: يتم ادخال العمليات السليمة وتسجيلها على الحاسب الآلي من المكشوف.
- د- مرحلة المراجعة الآلية: بعد انتهاء عملية التسجيل يتم عمل مراجعة لما تم تسجيله مع بيانات طبعة البائع لاكتشاف أي أخطاء في مرحلة التسجيل.
- هـ- مرحلة الاختبار: تدخل العمليات بعد ذلك لبرامج تم إعداده للكشف عن أي تلاعب في الورقة المالية، ويتم التأكد من سلامة العمليات تماما قبل إجراء التسوية والمقاصة عليها.
- و- مرحلة التسكين: يتم في هذه المرحلة طبع شهادات نقل الملكية الخاصة بكل عملية، ويتم تجميع العمليات التي تخص كل شركة سمسرة على حدة، وتسليم العملية إلى مندوب شركة السمسرة. ويضمن هذا النظام حصول المشتري على الورقة المالية في غضون أربعة أيام مما يتيح له بيعها بعد هذه المدة. والجدول التالي يبين فترة المقاصة لبعض الدول.

الجدول رقم (2/2)

فترة المقاصة لبعض الدول

الدولة	الفترة - يوم
مصر	T+4
الولايات المتحدة الأمريكية	T+3
الكويت	T
السعودية	T+1
هونج كونج	T+1
كوريا	T+2
ماليزيا	T+3

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق

والتوريدات، القاهرة، ط1، 2010، ص: 321

ويوضح هذا الجدول أنه كلما كانت فترة المقاصة في أي دولة تستغرق عدد أيام أكبر من الدول الأخرى، مقارنة بين مصر والكويت التي تتم فيها التسوية في نفس اليوم. الأمر الذي يؤثر سلباً على السوق المصرية من حيث درجة سيولتها ومعدل دورانها مقارنة بالسوق الكويتية.

3- نظام السعر الاستكشافي:

يعد نظام السعر الاستكشافي نظاماً لتحديد قيمة الورقة المالية في بداية الجلسة بواسطة الحاسب الآلي، ويتحدد السعر عند تلاقي أكبر كمية عروض تراكمية مع أكبر طلبات تراكمية، ويقوم البرنامج بتحديد السعر بناء على تسجيل الطلبات والعروض بواسطة السماسرة في بداية الجلسة. ويقوم برنامج الحاسب الآلي بتكوين جدول لكل ورقة مالية، يخصص الجزء الأيمن لأوامر البيع والجزء الأيسر لأوامر الشراء، ويحدث التراكم ابتداء من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى في حالة أوامر البيع والعكس في حالة أوامر الشراء حتى يتحدد سعر التوازن عند أعلى سعر يكون عنده عدد الأسهم في الأوامر غير المنفذة أقل ما يمكن. وتنفذ كل العمليات بناء على هذا السعر التوازني.

4- نظام الحفظ المركزي:

يهدف هذا النظام إلى إيداع الأوراق المالية لدى مؤسسة المقاصة والتسوية وحفظها مركزياً، ويتم نقل الملكية دون انتقال الورقة المالية ذاتها وتبرم الصفقة على أساس شهادة نقل الملكية. وتقوم مؤسسة إدارة سجلات الأوراق المالية بملحقة وصل بين العميل والسماسرة مع مؤسسة المقاصة التي تقوم بعملية الحفظ، كما تقوم مؤسسة إدارة السجلات أيضاً بإضافة الكمية المشتراة لحساب العميل فور تسلم الإخطار من مؤسسة السمسرة لتقوم بتنفيذه، ومن ثم يستطيع المشتري أن يقوم ببيع الكمية التي اشتراها منذ اليوم التالي ودون انتظار لتسوية العملية في الحفظ المركزي، بما يساعد على زيادة حجم نشاط سوق رأس المال ويزيد من درجة سيولتها.

المبحث الثالث: أنواع الأسواق المالية وأساليب تقييمها:

الأسواق المالية هي مكان التقاء المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما، وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلي عنه وما إذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها.

تشمل الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المالية المتداولة فيها على سوق رأس المال وسوق النقد، وبالإمكان التمييز بين أسواق رأس المال والنقد بناء على مدة استحقاق الأدوات الاستثمارية (المالية) المتداولة في هذه الأسواق، فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكثر من سنة)، أما السوق النقدي فسوق تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل (مدة الاستحقاق لا تزيد عن سنة) والجدير بالملاحظة أن هذا التمييز بين السوقين يترك مجال واسع فيما يتعلق بمدة الاستحقاق، فالأدوات التي تزيد استحقاقها قليلاً عن سنة غالباً ما تسمى بالأدوات المتوسطة الأجل، حيث يتجلى بمزايا تكون أقرب إلى أدوات أسواق النقد منها إلى أدوات أسواق رأس المال والمدة المتوسطة لاستحقاق الأدوات نادراً ما تزيد عن خمس سنوات، ولكن بالتأكيد هي أقل من عشر سنوات.¹

وتعد السوق المالية النظام الأوسع و الأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية. لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقاً لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها تمول عمليات التشغيل. طبقاً لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال. وقام الباحث بتقسيم المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: سوق النقد

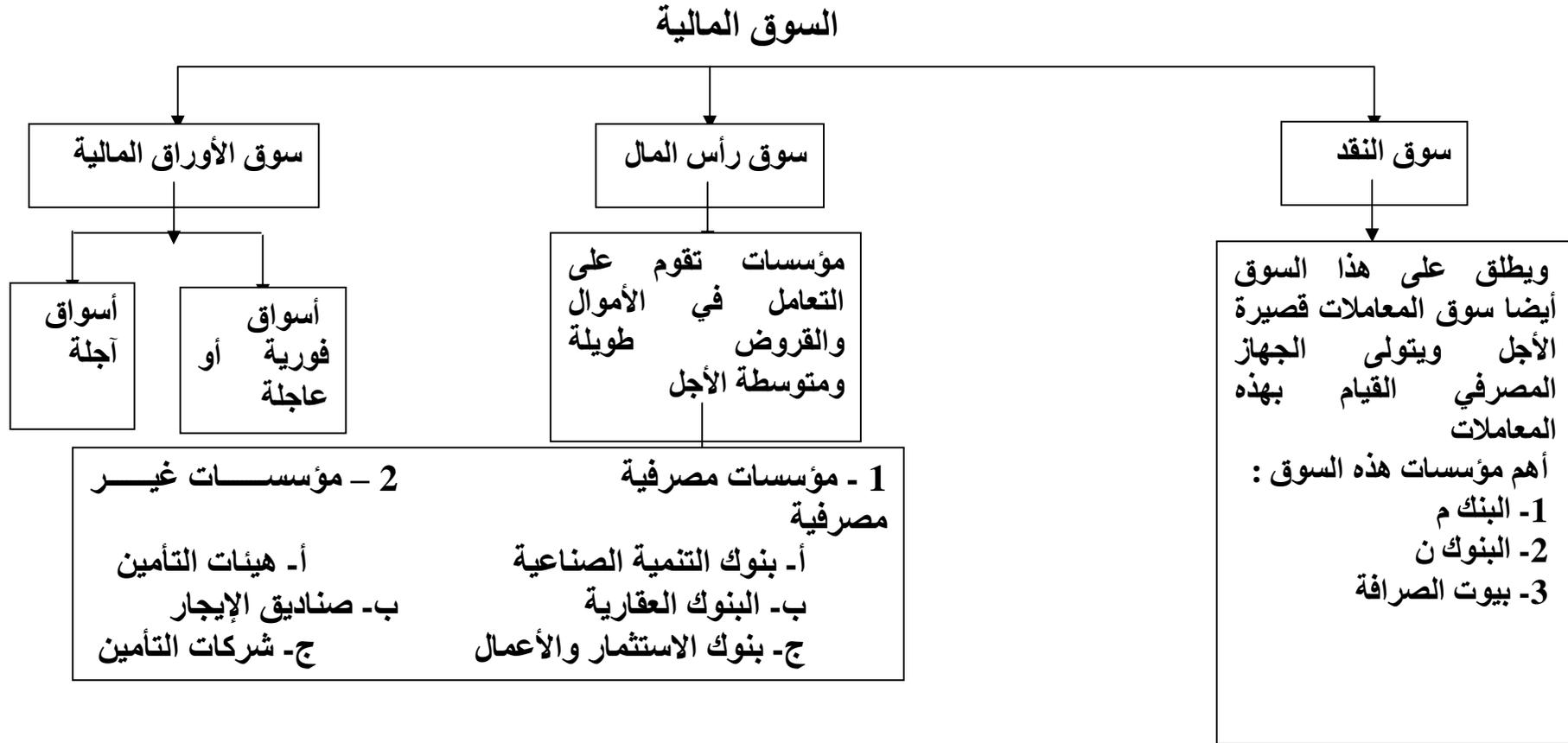
المطلب الثاني: سوق رأس المال

وقبل التطرق للمطلب الأول نوضح من خلال الشكل التالي موقع سوق الأوراق المالية السوق

المالية.

¹ - إبراهيم نافع قوشجي، دور السوق المالية في تغيير النظام النقدي في سورية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حلب، سوريا، 2005، ص: 19

الشكل الأول (2/01): يبين هيكل سوق الأوراق المالية



المصدر : زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النفائس ط1، الأردن 2009 ص:

المطلب الأول: سوق النقد

تعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال. فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها السنة المالية الواحدة. كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق الدين قصيرة الأجل .

إن مواصفات سوق النقد تتحدد بميكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا بنشاط السوق. لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، كما أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن قيمتها الاسمية شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية لا سيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي.

يؤدي سوق النقد دورا مهما في الاقتصاد الوطني، وتنعكس أهمية هذا الدور في الجوانب الآتية:

أ- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.

ب- سوق النقد تلعب دورا في رسم السياسة النقدية للدولة. إذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل "المباشر وغير المباشر" في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

ج- يوفر السوق فرصة لمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جدا، ذات قابلية تسويقية عالية.

ويتم عرض الأوراق المالية قصيرة الأجل ورؤوس الأموال في السوق النقدي من خلال المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم والحصول على فوائد جراء تخليهم عن السيولة، والطلب عليها يكون من الذين يرغبون في الحصول على النقود ويدفعون عليها الفوائد من أجل استثمارها في المشاريع المختلفة¹.

تتصف هذه الأدوات (الأوراق المالية قصيرة الأجل) بسيولة عالية حيث يمكن التخلص منها في أي وقت، ونجد أدنى من الخسائر أو دون خسائر أو بربح. ونظرا لانخفاض في هذه الأدوات فيتوقع أن يكون العائد (الربح) المتولد عنها منخفض، وفي حالة التضخم الذي تكون نسبته قليلة في الفترة القصيرة فإن العائد المتولد عن هذه الأدوات لن يتأثر كثيرا ويمكن أن يغطي نسبة التضخم، وهناك بعض من هذه الأوراق (كأذونات الخزينة) قد يحصل مشتري هذه الأوراق على عائد مقدما عند شرائه الأوراق بخصم على القيمة الاسمية، ويمكن لحامل الورقة أن يتصرف بها قبل موعد الاستحقاق وذلك ببيعها في سوق النقد، ولكن بقيمة أقل من قيمتها عند الاستحقاق وتزداد تلك القيمة كلما اقترب تاريخ الاستحقاق وتشمل هذه

¹ - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص: 67.

الأوراق : شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، قرض فائض الاحتياطي الإجباري، قرض الدولار الأوروبي، اتفاقيات إعادة الشراء، أذونات الخزينة و القبولات المصرفية¹.

أولا - شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محددًا وهي ترتب على مصدرها التزاما مباشرا وبالقيمة الاسمية والفوائد المستحقة عليها.

ولا تعتبر شهادات الإيداع المسجلة بأسماء مالكيها أداة من أدوات السوق النقدي، وإنما تعتبر شهادات الإيداع لحاملها من أدوات السوق النقدي، ولا تختلف شهادات الإيداع عن الودائع من حيث درجة المخاطرة وإنما تمتاز هذه الشهادات بكونها سائلة، أي يمكن تداولها بسهولة في السوق الثانوي. ويستطيع مالك شهادات الإيداع الحصول على التمويل اللازم بضمانتها من البنوك التجارية².

وتصدر شهادات الإيداع بطريقتين : الأولى هي طريقة الإصدار المعلن، حيث يعلن البنك المصدر لها عن إصدارها ويدعو الجمهور للاكتتاب بها خلال فترة تنسيق موعد الإصدار، أما الطريقة الثانية فهي إصدار الشهادة بناء على طلب العميل وهذا يتم بالاتفاق بين العميل والبنك على المبلغ والمدة وسعر الفائدة³.

ثانيا - الكمبيالة:

الكمبيالة هي أداة دين قصير الأجل في شكل صك يمثل أمر للمسحوب عليه (المدين) بأن يدفع للمستفيد (للساحب) (الدائن) مبلغ محدد ومتفق عليه في تاريخ محدد، أو عند الطلب بمجرد توقيع أو تظهير بيت القبول أو البنك بقبول هذه الورقة التجارية، فإن هذه الورقة تصبح صالحة للتمويل وللتداول وتباع بخصم على قيمتها الاسمية عند معدل (سعر) يعكس أسعار الفائدة الجارية للفترة القصيرة، الكمبيالة عادة يكون لها تاريخ استحقاق حتى ستة أشهر واستخدمت تاريخيا بشكل مكثف لتمويل المعاملات التجارية وبصفة خاصة فترة شحن السلع بالسفن "بوليصة الشحن"، وتمويل رأس المال العامل الصناعي والزراعي، الكمبيالة الداخلية (الوطنية) هي صك يتم سحبه لتمويل الأعمال المحلية، الكمبيالة الأجنبية أو الحوالة وتسحب في قسم المعاملات الأجنبية. والكمبيالة المحلية عادة ما يحل محلها تسهيل مصرفي أو ائتمان تجاري، ويستخدم عادة في إنجلترا لتمويل عقود الشراء الإيجاري وكوسائل لزيادة التمويل للأغراض العامة من جانب الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية⁴.

¹ - عبد النافع الزرري، مرجع سبق ذكره، ص: 36

² - خالد أمين عبد الله و إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص: 337

³ - عبد النافع الزرري، مرجع سبق ذكره، ص: 38 .

⁴ - محمد عزت غزلان ، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية ، ط1، بيروت، 2002، ص: 96 .

ثالثا - الأوراق التجارية:

وهي سندات إذن لحاملها يتعهد مصدرها (المقترض) بدفع قيمتها الاسمية وفوائدها بتاريخ محدد، وهي أدوات دين قصير الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة والشركات المساهمة كبيرة الحجم، حيث كانت الشركات في السابق تحصل على قروض البنوك التجارية ولكنها لجأت إلى الحصول على الأموال عن طريق بيع أوراق تجارية إلى مؤسسات مالية أخرى وشركات مساهمة، وعند استحقاق سداد هذه الأوراق التجارية تقوم البنوك المشار إليها بدفع قيمة تلك الأوراق مع فوائدها لحاملها في تاريخ الاستحقاق نيابة عن الشركة وتعتبر أداة من أدوات الاقتراض قصير الأجل. ولهذا الأوراق طبيعة متميزة وسمات أساسية وهي:

1- لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة حيث أن الضامن الأساسي للمتعاملين بهذه الأوراق هو سمعة الشركة ومكانتها والتي بفضلها تقبل البنوك سداد قيمة هذه الأوراق المالية في تاريخ استحقاقها .

2- إن التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار فيها محدودا جدا.

3- إن هذه الأوراق بطبيعتها التجارية المتميزة تساهم في خلق سوق ثان لها¹.

رابعا - القبولات المصرفية:²

القبولات المصرفية هي سحوبات زمنية بقيمة البضاعة المؤجلة الدفع، وهي ناشئة بالأصل عن عملية تجارية مضمونة الدفع أو القبول لدى بنك أو مؤسسة مالية، وقد نشأت هذه الأداة المصرفية في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية، وهي نوع من التسهيلات التي يقدمها البنك مقابل عمولة ويؤيد البنك قبول دفع قيمة هذه السحوبات عند الاستحقاق، وذلك بكتابة كلمة مقبولة (Accepted) على وجه السحوبات، وتصدرها الشركات أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال قصيرة الأجل وذلك بإصدار سحب على بنك طالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة، وعند قبول البنك لهذا القبول يصبح السحب قابلا للتداول في السوق الثانوي إلى تاريخ الاستحقاق، وقد أصبحت تنشأ عن عمليات تجارية مبنية على الالتزام بدفع مؤجل لثمن البضاعة، ويقوم هذا المستند إلى بنك المستورد من ضمن المستندات المطلوبة عند فتح الاعتماد، حيث يؤشر بنك المستورد عليه بالقبول ويصبح أمام المصدر إما خصم السحب فوراً والحصول على صافي قيمته أو الاحتفاظ به لتاريخ الاستحقاق وقبض قيمته الاسمية كاملة ومن أهم الشروط الواجب توفرها في القبولات المصرفية ما يلي:

- أن تكون هذه القبولات ناشئة عن عمليات تجارية حقيقية من استيراد أو تصدير.
- أن تكون السحوبات الزمنية قابلة للتداول في الأسواق النقدية.
- أن لا تتجاوز مدتها سنة واحدة.

¹ - خالد أمين عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص: 339

² - خالد أمين عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص: 340

- أن يكون هنالك توثيق لعمليات القبولات بين بنك المستورد وبنك المصدر .
- أن تصدر بفئات تساعد على تداولها في الأسواق الثانوية.

خامسا - اتفاقية إعادة الشراء:

وهي إحدى أساليب الاقتراض التي تلجأ إليها الشركات أو المستثمرون المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية ويكون الاقتراض لليلة واحدة أو على الأكثر لمدة أسبوعين. وبموجب هذه الاتفاقية تشتري الشركة الأوراق المالية المضمونة وسهلة التسويق، وتلجأ إلى أحد السماسرة المتخصصين ليعقد لها اتفاقا مع أحد البنوك أو الشركات التي لديها فائض من الأموال والتي تبحث عن فرص لاقتراض هذه الأموال، وفقا لاتفاقية تبيع الشركة هذه الأوراق إلى صاحب المال بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باعت به الأوراق المالية له، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي ينتهي فيه حاجة الشركة للمبلغ الذي سبق وأن حصلت عليه من الممول. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى الشركة والأموال إلى الممول¹.

سادسا - سوق اليورو - الدولار: "سوق الدولار الأوروبي"²

برزت أهمية كبيرة لهذه السوق في التعاملات الدولية كنتيجة لاتساع التعامل في هذه السوق وبالذات بسبب الثبات النسبي في إجراء التعاملات ارتباطا باستخدام الدولار كاحتياطي في معظم الدول، كوسيلة استثمار بمدخرات الأفراد والمستثمرين نتيجة قبوله العام من قبل جميع المتعاملين في الأسواق تقريبا، وفي إتمام وتنفيذ الصفقات المختلفة وبالذات الصفقات المالية منها والتي تتم في أسواق النقد الدولية بالدولار وبالذات في الأسواق الأوروبية.

وقوة الدولار والتعامل الواسع به تستند إلى قوة الاقتصاد الأمريكي المرتبطة بالنسبة المرتفعة لأمريكا في الإنتاج العالمي، ومن ثم النسبة المرتفعة لمساهمتها في التجارة العالمية قياسا بمساهمة الدول الأخرى في ذلك ونتيجة قوة الدولار هذه واتساع التعامل به، وبالذات في أوروبا أطلق على السوق الذي يتم التعامل به بسوق اليورو - الدولار، أي الدولار الأوروبي وارتبط هذا بفتح البنوك الأوروبية حسابات ودائع لديها بالدولار اعتمادا على ما لديها من ودائع دولارية.

وقد ساهمت العديد من العوامل في نشوء سوق اليورو - الدولار هذا والتي من أهمها ما يلي :

- 1- محدودية فرص الاستثمار داخل أمريكا والبحث عن فرص استثمار تحقق عائد أكبر خارجها، وبالذات في أوروبا في تلك الفترة، أي بعد الحرب العالمية الثانية.
- 2- عدم خضوع هذه الودائع للضرائب في الغالب.

¹ - خالد أمين عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص 341.

² - فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص: 293.

3- أسعار الفائدة الأعلى التي كانت تدفع على هذه الودائع من قبل معظم الدول تشجيعا لتوجه العملات الأجنبية نحوها.

سابعا - قرض فائض الاحتياطي الإجباري :

يشير مصطلح فائض الاحتياطي إلى ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي التي تتجاوز نسبة الاحتياطي الإلزامي، ويمكن إقراض هذا الفائض لبنوك أخرى تعاني من عجز في الاحتياطي الإجباري (والتي يترتب عليها عقوبات قانونية)، ويكون الإقراض عادة لمدة يوم واحد وتتم إدارة هذه العملية من قبل البنك المركزي الذي يلعب دور الوسيط ويلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض، إضافة إلى الفوائد التي تتحدد وفق العرض والطلب، ويمكن أن يكون الاتصال مباشر بين البنوك (دون تدخل البنك المركزي) أو بواسطة سمسار متخصص في مثل هذا النوع من القروض.

إن فائض احتياطي البنوك التجارية لدى البنك المركزي هي ليست المصدر الوحيد لهذا الفائض، بل أن البنوك الصغيرة التي ليس لها احتياطي مع البنك المركزي تودع أموالها لدى البنوك التجارية الكبيرة، التي بدورها تضيف هذه الودائع إلى احتياطياتها لدى البنك المركزي فيصبح لديها فائض .

وتجدر الإشارة أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد إلى فترة أطول من يوم، وبهذا أصبح فائض الاحتياطي يشابه شهادات الإيداع وودائع اليورو دولار ويمثل فائض الاحتياطي وسيلة أخرى من وسائل إدارة جذب المطلوبات .

إن سوق فائض الاحتياطي حساس جدا بالنسبة إلى الاحتياجات الائتمانية للبنوك، ويعتبر سعر الفائدة على قروض الاحتياطي مؤثر مهم على الوضع الائتماني في النظام المصرفي، فعندما يكون سعر الفائدة مرتفعا فإنه يدل على زيادة طلب البنوك على الأموال (ضيق مالي)، وعندما يكون السعر منخفضا فإنه يدل على أن هناك عرض كبير للأموال¹.

ثامنا - أذونات الخزينة:

وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لمدة تتراوح بين ثلاثة أشهر وسنة، ويقوم البنك المركزي بطرحها وتباع بالميزان العلني بأسعار تقل عن سعرها الاسمي والفرق بين السعرين يمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها، ويمكن إعادة خصمها لدى البنك المركزي في أي وقت².

وتباع عادة للبنوك وأهم سهامها :

- انتظام الإصدارات واستمراريتها

- تصدر بمبالغ كبيرة حسب احتياجات خزينة الدولة .

- تصدر بخصم .

¹ - عبد النافع الزرري ، ص: 40

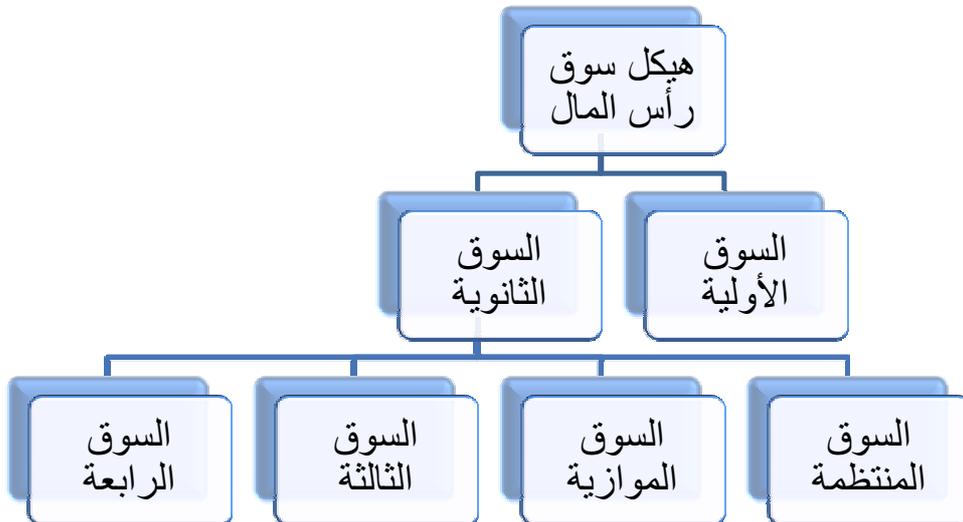
² - سعيد سامي الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

- تباع بالمزاد.
- تتمتع بسيولة عالية لقابليتها لإعادة بيعها للبنك المركزي بسعر إعادة خصم يتفق عليه في حينه.
- تكاد درجة المخاطرة فيها تكون معدومة.
- إعفاء جزء من عائد الاستثمار بها من ضريبة الدخل
- وتلجأ الدولة بواسطة البنك المركزي إلى إصدار أذونات الخزينة لتمويل العجز في الموازنة.

المطلب الثاني: سوق رأس المال: "Capital Market"

إن ميكانيكية عمل أسواق الأوراق المالية يتم بداية عند قيام مصدرى الأوراق المالية (الشركات المساهمة مثلا) بعرض أوراقهم على المشتريين المحتملين للاكتتاب بها. وهذا اللقاء بين المشتريين والمصدرين للأوراق المالية يمثل الدورة المالية الأولى (السوق الأولى). كما أن بعض حاملي الأوراق المالية (المشتريين) يرغبون ببيع هذه الأوراق إما بسبب حاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، وهذا يخلق دورة مالية ثانية (السوق الثانوي). إن سوق الأوراق المالية "الفورية" يتكون على مرحلتين هما السوق الأولى والثاني ثم يتكون من نوعين: أسواق منظمة وغير منظمة. والشكل التالي يوضح هيكل رأس المال.

الشكل رقم (2/02) : هيكل سوق رأس المال



المصدر: أرشد فواد التميمي، الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، ط1، عمان، الأردن،

أولاً - السوق الأولية:¹

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة والمكتب بها. وتعتبر هذه الأسواق بمثابة سوق جملة حيث تباع فيها الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور. وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيساً في هذه الأسواق، لاسيما بنوك الاستثمار والبنوك التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار.

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة. إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية.

إن الحدود الجغرافية للسوق الأولية تتمثل بمجموعة المؤسسات المالية المنتشرة في البلد المعني. وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر والنمو، تمثل البنوك التجارية الخاصة والحكومية مهام السوق الأولية، حيث تقوم بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة إلى الجمهور.

تؤدي بنوك الاستثمار في السوق الأولية مهام رئيسة يمكن تحديدها بالآتي:²

- 1- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار والتوقيت المناسب لها.
- 2- تنفيذ الإصدار الفعلي، وما تطلبه من إجراءات وعمليات اتصال مع الجمهور.
- 3- التعهد بتصريف الإصدارية بالكامل أو ضمن حد أدنى يتفق عليه، وقد يكون التعهد مقابل عمولة أو وكيل بالبيع.

4- قد تتولى مجموعة بنوك رئيسة وفرعية توزيع الإصدارية لاسيما إذا كانت حجمها كبير.

5- قد تستخدم بنوك الاستثمار زمر للبيع لضمان التوزيع الجغرافي للإصدارية، وتحقيق الاستقرار في أسعار الورقة المصدرة من خلال المتابعة لحركة تقلبات الأسعار، بحيث تبدي هذه الزمر استعدادها لشراء الإصدارية لتقوية السعر والحفاظ على السعر السائد.³

ثانياً - السوق الثانوية :

تستمد هذه السوق أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة، نسبياً، للإصدارات الجديدة في السوق الأولية. وعليه فإن فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها امتداد لكفاءة وفاعلية السوق الأولية.

¹ - أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 121

² - هندي منير إبراهيم، 1994

³ - أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 122

والسوق الثانوية هي سوق الإصدارات القائمة، وأية إصدارات لاحقة، فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية. حيث يلعب صانعو السوق دورا مهما في السوق الثانوية، لذلك في غياب السوق الثانوية يصعب تصور سيولة الأوراق المالية وجاذبيتها للمستثمرين. فهذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقا للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تعرف باستمرارية السوق، حيث دائما هناك بائع ومشتري للورقة المالية. وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد. فطالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقود قبل هذا التاريخ.

والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية. ويستطيع المستثمرون أن يتبايعوا أوراقا مالية صادرة عن الشركات في بورصة الأسهم. وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية.

1- السوق المنتظمة:

هي السوق التي يتداول بها الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايدة العلنية. تتميز هذه الأسواق بميكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة، فتتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء وعن الحكومة، وتتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول. ومن أمثلة هذه السوق، سوق نيويورك، بورصة لندن، وفي الوطن العربي بورصة الإسكندرية وبورصة السعودية وغيرها من بورصات الخليج العربي. ويحقق الإدراج في السوق المنتظمة المزايا الآتية:¹

أ- يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها.

ب- الإدراج يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة، مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بكلفة أرخص.

ج- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.

د- يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء في الغالب الأعم.

¹ - أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 124

مما تقدم يتضح أن السوق المنتظمة تؤدي مجموعة من الوظائف أو المهام الآتية:

- توفر علانية الصفقات وحرية المساومة.
- توفر آلية العرض والطلب على الأوراق المالية.
- نشاط السوق يعبر عن طبيعة النشاط الاقتصادي.
- وسيلة لاتصال المتعاملين وتوفير الحماية لممتلكاتهم عبر قواعد التعامل والتشريعات الملزمة لعملية المتاجرة.

2- السوق غير المنتظمة: "السوق الموازية":

وهي التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط يطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية "Over the counter" OTC ". وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى حقيقة أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها. وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر. ويلاحظ أن غالبية السندات أو أسهم الشركات الصغيرة تتم بهذا الأسلوب.

تدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية "هاتفية أو حاسوب وغيرها" تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع للسوق للجملة والمفرد ويلاحظ أيضا أن السوق الموازية عالية الأوتوماتيكية. وغالبا ما ينتظم المتعاملين في السوق الموازية بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطني لتجارة الأوراق المالية، حيث تقوم بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى البلد تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، ويطلق على هذه الشبكة اسم ناسداك والمشتقة من :

National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
(NASDAQ)¹.

ثالثا- أدوات الملكية والمديونية ومستجداهما:

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات المالية، أحدهما يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعها، والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها، وهذه الأوراق بمثابة السلعة الأساس التي يتم تداولها في سوق رأس المال وهي العمود الفقري له.

1- أدوات الملكية ومستجداهما:

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم العادية والأسهم الممتازة، إضافة إلى كل من التعهدات والخيارات والتي يتم تداولها في السوق الثانوي وهي كما يلي:

¹ - محمد صالح الخناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ط، 2000، ص: 16

أ - الأسهم:

هي: "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحول بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"¹. وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة. وللشهم قيم مختلفة وهي:²

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تظهر على قسيمة الشهم وعلى عقد التأسيس

- القيمة الدفترية: وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدر.

- القيمة السوقية: وهي عبارة عن سعر الشهم في السوق المالي، وهذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة والتوزيعات.

ويتمتع الشهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى. ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للشهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. و خاصية التداول وإن كانت توفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة.

- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهمها متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.³

- المسؤولية المحددة للمساهم: تنص قوانين الشركات على ان مسؤولية المساهم في شركة محددة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية غير محددة.

كما يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة حسب عدة اعتبارات، وذلك بسبب تعددها وتنوعها، ويمكن بيان ذلك على النحو التالي:

¹ - أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر ، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص: 143

² - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 179-181

³ - Meir Kohn, Financial Institutions and Markets, New york : McGraw Hill, Inc, 1994, P : 198

أ-1- تقسيم السهم على أساس شكل ملكيتها وتداولها إلى:

أ-1-1- سهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية. إذ تكتسب ملكية السهم في هذا النوع بمجرد استلامه، ولكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

أ-1-2- السهم الاسمي: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات الشركة، ويتطلب انتقال ملكية السهم هنا للتقيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

أ-1-3- السهم الأذني أو لأمر: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الأذن، وعليه يتم إنتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

أ-2- بتقسيم الأسهم بحسب طبيعة حصة المساهم إلى:

أ-2-1- أسهم نقدية: يسدد المساهم قيمتها نقودا، وقد يكون محررة، أي مدفوعة بالكامل، أي غير محررة، أي مدفوعة جزئيا والمتبقي ديننا على المساهم.

أ-2-2- أسهم عينية: يسدد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التنضيد، وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

أ-2-3- أسهم مختلطة: يدفع جزءا منها نقدا وجزءا عينا¹.

أ-2-4- حصص التأسيس: هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزءا من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة.

أ-3- تقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تقررها لأصحابها إلى:

أ-3-1- الأسهم العادية: وهي الأسهم التي تتساوي في قيمتها وتحول حاملها حقوقا متساوية وتمثل خصائصها في النقاط التالية:²

- الأسهم العادية تمثل ملكية للشركة ولا تعتبر التزام واجب السداد.
- الأسهم ليس لها تاريخ استرداد أو استحقاق ولا يجوز للجهة المصدرة لها بإعادة شرائها من مساهميها.

¹ - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، د ط، الإسكندرية، د ت، ص: 48

² - عبد العزيز الخياط، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، دار السلام للطباعة، القاهرة، د ط، 1989، ص: 20

- الأسهم العادية لا يجوز مطالبة الشركة بتسديد قيمتها إلا عند التصفية، وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية.
- الأسهم العادية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي إمكانية انتقال ملكيتها من مساهم إلى آخر كما يجوز أن تصدر الشركة أسهما جديدة إذا رغبت في زيادة رأسمالها.
- يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات الشركة، ومن خلال حقه في التصويت على تلك القرارات، إلا أننا نجد إن الغالبية العظمى من حملة الأسهم ليس لديهم القدرة على اتخاذ القرار للضالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم.

أما عيوب الأسهم العادية:

- 1- عدم ثبات تركيبة المساهمين نتيجة تداول الأسهم، الأمر الذي ينعكس على عدم ثبات إدارة الشركة ومجلس إدارتها.
- 2- عند زيادة رأسمال الشركة وطرح أسهم الاكتتاب العام تتحمل ميزانية الشركة مصروفات الاكتتاب، حيث لا يجوز خصم هذه المصروفات من علاوة الإصدار التي تضاف لحقوق المساهمين.
- 3- عند طرح أسهم بالعملات الحرة في الاكتتاب ومن تداولها بالعملة المحلية، قد يؤدي إلى حدوث خسائر للمساهمين نتيجة التضخم و فروقات الأسعار.
- 4- عائد السهم قد يكون ضعيفا عند مقارنته بأساليب استثمارية أخرى.

ب- الأسهم الممتازة:

هي خليط من الأسهم العادية والسندات، فهي تحمل بعض صفات من الأسهم العادية وبعض صفات من السندات، وتتمثل أوجه الشبه مع الأسهم العادية في الآتي: كونها تمثل جزء من الملكية يحق لحاملها الحصول على كافة الامتيازات التي يحصل عليها المساهم العادي أما أوجه الشبه مع السندات تتمثل في أن كون الأرباح المحققة غالبا ما تكون محددة مجد أعلى وحد أدنى.

تمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها، قبل حملة الأسهم العادية.
- حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (5%) في حال تحققها.
- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة.
- حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة، في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم.
- حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.
- حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة.
- حق الصوت داخل مجلس الإدارة.

- حق التحويل إلى أسهم عادية.

- حق استدعاء الأسهم.

ج- أهم امتيازات حملة الأسهم العادية على حملة الأسهم الممتازة:

- الأسهم العادية لها نصيب في الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة، بخلاف الأسهم الممتازة.

- الأسهم العادية لها حق التصويت داخل الجمعية العمومية بخلاف الأسهم الممتازة "عدا سهم

الصوت المتعدد".

- الأسهم العادية لها حق التصويت داخل مجلس إدارة الشركة بخلاف الأسهم الممتازة (عدا السهم

المختص بذلك).

- الأسهم العادية لها حق الترشح داخل مجلس الإدارة، بخلاف الأسهم الممتازة.

د- أهم أوجه الاتفاق بين الأسهم العادية والممتازة¹:

- كل منهما يعد من أدوات الملكية، أي يمثل حصة شائعة في رأس المال.

- كل منهما ليس له تاريخ استحقاق محدد، إلا تاريخ انقضاء الشركة.

- كل منهما له نفس القيمة الاسمية .

- كل منهما يسمح بتداوله.

2- أدوات الدين ومستجداتها:

أ- السندات:

السند هو وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة،² وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة، وتعبّر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين، وتتعهد باستعادتها بتاريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر وفي الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي يتحملها المقرض مقابل إعادته لهذه النقود، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية محددة. ويعطي مالك السند الحقوق التالية:

1- الحصول على فوائد سنوية ثابتة.

2- تسديد قيمة السند عند حلول الأجل.

¹ - مبارك بن آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 122

² - وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1997، ص: 83

ويتضمن السند عادة العناصر التالية:

- المبلغ الذي يدفعه المكتتب عند حصوله على السند.
- المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه إلى حامل السند.
- سعر الفائدة الثابت والاشترك الاحتمالي في الأرباح ومواعيد دفعها.
- مدة بقاء القرض وحق الشركة في الوفاء في تاريخ معين.

كما يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة إذ يمكن تقسيمها مثلا على أساس جهة الإصدار، أو على أساس شكل الإصدار، أو على أساس الأجل، أو على أساس الضمان، أو على أساس القابلية للتحويل والاستدعاء.

أ-1- تقسيم السندات على جهة الإصدار:

تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية وسندات أهلية وتصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية، أما السندات الأهلية فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار¹.

أ-2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار:

تصدر به إلى:

أ-2-1- سندات لحامله:

يكون السند لحامله عندما يصدر حاليا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وتحصل بمجرد قطع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

أ-2-2- سندات اسمية أو مسجلة:

ويكون السند اسميا أو مسجلا من حمل اسم مالكة، كما يوجد سجل خاص لملكية السندات لدى الجهة المصدرة والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته ولذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتترع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة .

¹ - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص: 84

أ-3- تقسيم السندات على أساس الأجل: تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

أ-3-1- سندات قصيرة الأجل:

وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا¹.

أ-3-2- سندات طويلة الأجل:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية. ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد، كما يمكن أن تصدر أحيانا بتواريخ استحقاق مختلفة ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة متنوعة، فمثلا إن إصدارا لمدة 20 سنة يمكن أن يجوي مجموعة من السندات تستحق بعد 10 سنوات ومجموعة أخرى بعد 7 سنوات ومجموعة ثالثة بعد 5 سنوات، وكل مجموعة منها بمعدل فائدة مختلف يتزايد بتزايد أجل السند ويطلق على هذا النوع من الإصدارات السندات المتسلسلة.

أ-4- تقسيم السندات على أساس الضمان :

تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة والسندات المضمونة مثل السندات العقارية، مثلا تكفل كحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلا حقيقيا : آلات أو مباني أو تجهيزات ... الخ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته . أما في السندات غير المضمونة فيعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، ويطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة وعلى حملة أسهمها، وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) من أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية، لا بل إن البعض من هذه السندات كسندات الدخل لا تكفل لحاملها الحصول على فائدة السند في مواعده المحدد، إلا إذا حققت الشركة المصدرة خلال نفس الفترة أرباحا تكفي لرفع هذه الفوائد. وإذا لم يتحقق ذلك لا يجوز لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة كما هو الحال بالنسبة للسندات الأخرى، وإنما يؤجل دفع هذه الفوائد إلى أن تحقق الشركة أرباحا تكفي لدفعها. وبذلك تشبه سندات الدخل في هذه الصفة الأسهم الممتازة. وبناء

¹ - إبراهيم نافع قوشجي، دور السوق المالية في تغيير النظام النقدي في سورية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حلب، سوريا، 2005، ص: 22

على ما تقدم فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، ولكنها تكون أقل استقراراً¹.

أ-5- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء للإطفاء:

يصدر عقد الإصدار متضمناً حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر، ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء، ويخول هذا الشرط للجهة مصدرة السند الحق في استدعاء السندات المشمولة لهذا الشرط، لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي:

أ-5-1- سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء ولأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

أ-5-2- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء كما سنبين فيما بعد يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي، لذا إذا كانت القيمة الاسمية لسند ما 1000 دينار مثلاً يحدد سعر استدعائه بعد إضافة علاوة الاستدعاء وتكون 50 ديناراً مثلاً بمبلغ 1050 ديناراً.

وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء ضمن سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أي لحظة تريد بعد إصداره وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة... الخ، وإذا امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السند دون أن يرتب ذلك أية مسؤولية على الجهة المصدرة. وهذا النوع من السندات نادر الوجود بينما الأكثر شيوعاً هو السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة ولكن بمجرد انتهاء هذه المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعائه.

ويجدر الإشارة هنا إلى أن شرط الاستدعاء وكذلك طول مهلة الحماية يلعبان دوراً كبيراً في تحديد معدل فائدة السند، فالسندات القابلة للإستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك غير القابلة للاستدعاء، وحتى فيما بين السندات القابلة للاستدعاء تتفاوت معدلات الفائدة بتفاوت مهلة الحماية، فكلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء ونقص معدل الفائدة والعكس بالعكس فالسند قابل

¹ - الشيبلي يوسف عبدالله، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005، ص: 17

للاستدعاء ولكن بعد 5 سنوات من إصداره يصدر بمعدل فائدة أعلى من سند من نفس الفئة يكون قابلاً للاستدعاء بعد 8 سنوات¹.

أ-6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل :

تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء والتي تعتبر ميزة للمصدر، ولذا فإن شرطي قابلية السند للاستدعاء وقابليته للتحويل يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر من حيث القابلية للتحويل تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين :

أ-6-1- السندات الغير قابلة للتحويل: مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء، فالأصل أن

تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

أ-6-2- السندات القابلة للتحويل:

تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، فمثلاً إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها 1000 دينار وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار "للسهم الواحد" خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن كامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل وهي 3 سنوات إلى 25 سهماً عادياً².

أ-7- السندات الدولية:

يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه، فمثلاً لو أن فرعاً لشركة استثمار جزائرية في السعودية أصدر سندات بالريال لصالح بنك تركي يقال عن هذه السندات بأنها أجنبية، بينما لو تم الإصدار بالدولار أو اليورو بدلاً من الريال السعودي لكانت السندات دولية.

وقد اكتسبت سوق السندات الدولية تسمية من نفس الأسباب التي اكتسبت بها سوق اليورو دولار تسميته أيضاً، ذلك في بداية عام 1963م حين لجأت بعض الشركات الأمريكية إلى الإعاز لفروعها في أوروبا لإصدار مثل هذه السندات تقرباً من الضرائب التي فرضت على السندات الأجنبية وتراوح آجال السندات الدولية بشكل عام بين 10-15 سنة، ويندر وجود سندات قابلة للتحويل فيها لكن معظمها من النوع القابل للاستدعاء، كما أن منها ما يصدر مقروناً بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في اختيار نوع العملة التي يحصل بها فوائد السند وقيمتها الاسمية³.

¹ - Higgins, Robert C, Analysis for Financial Management, 6th ed McGraw-Hill, inc, U.S.A, 2001, P : 118

² - Ross, Peter, Money and Capital market, 4th.ed. Printed in U.S.A, 1994 P: 225

³ - محمد حنفي محمود، صنع قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية العاملة في سوق رأس المال المصري، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، 2001، ص: 57

ب- اهتلاك السندات:

باعتبار أن السندات تمثل قرضاً لأجل معين (طويل الجمل عادة)، فإنه يترتب على الجهة المصدرة سداد هذا القرض في الأجل المتفق عليه. وطريقة أو كيفية السداد قد ينص عليها نظام إصدار السندات، كما أنها قد تعود لاختيار الجهة المصدرة في حال عدم وجود نص صريح حول ذلك وهناك عدة طرق لاهتلاك السندات (سدادها).

ب-1- السداد الجزئي للسندات:

يتوقف مقدار الجزء المسدد على إمكانيات الشركة المصدرة (عند عدم وجود نص في نظام الإصدار حول كيفية تحديد هذا الجزء المسدد)، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق:

- **تكوين احتياطي اهتلاك السندات** : قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد .

- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة .

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

- **السداد التدريجي**: تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجياً وبطريقة منظمة ومعروفة لجميع الأطراف¹.

د- مقارنة بين الأسهم والسندات:

السندات كالأسهم من حيث خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة أو المؤسسة. وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه .

1- السند يعطي مالكة حقا في فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت، أما السهم فمالكة يحصل على الأرباح إذا ربحت الشركة فقط.

2- السند يمثل ديناً على الشركة ويعتبر مالكة دائناً للشركة، بينما السهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركة ويعتبر مالكة شريكاً.

¹ - محمد حنفي محمود ، مرجع سبق ذكره، ص: 59

- 3- السند لا يعطي مالكة حقا في التدخل في شؤون الهيئة العامة للمساهمين ولا في التصويت أو الاشتراك في الإدارة والرقابة وغير ذلك، كما يستحقه مالك السهم.
- 4- عند تصفية الشركة يكون لمالك السند الأولية في الحصول على قيمة السند، أما مالك السهم فليس له شيء إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون
- 5- تنقطع صلة صاحب السند بعد أن يتم الوفاء بقيمته للشركة، أما صاحب السهم الذي يستوفي قيمته من الأرباح فتبقى صلته بالشركة ويبقى له حق المساهمة في الربح والاشتراك في الجمعية العامة
- 6- يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية (أي بخصم إصدار)، بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

والجدول التالي يوضح الفرق بين السند والأسهم

الجدول رقم (2/3) يبين المقارنة بين السند و السهم

السند	السهم
* السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة .	* السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة .
* لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها .	* حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة .
* حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة .	* يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة .
* لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز على دفعها إفلاس الشركة .	* يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة .
* تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة .	* لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة باعتبار أن توزيع الربح على المساهمين لا يعتبر عبأ على الشركة .
* إن الدخل الذي تحققه السندات لحاملها لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة .	* حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق .

المصدر : ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي " أساسيات الاستثمار العيني و المالي " دار وائل للنشر و الطباعة

رابعاً- المفاهيم الأساسية للاستثمار بالمشتقات:

تعرف عقود المشتقات المالية بأنها " أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم.¹ ومن الصعب جداً حصر كافة أدوات المشتقات المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، فالهندسة المالية لا تتوقف عن صناعة المنتجات المالية الجديدة وتقديم الابتكارات المالية المستحدثة.

1- تعريف المشتقات:

المشتقات عقد ثانوي ينشأ على عقد أساسي يتعلق بورقة مالية (الأسهم العادية) في وقت محدد بالمستقبل، واكتسبت هذه العقود تسمية المشتقات لأنها تشتق من الأدوات المالية وتعد الخيارات و الكفالات أهم هذه العقود بالإضافة إلى العقود الآجلة وسوق المستقبلية.

أ- عقود المستقبلية:

هي عقود قانونية أو " رسمية" يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل. وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم. وتشمل عقود المستقبلية حالياً السندات الحكومية وأذونات الخزينة والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم مثل " S& P500 ، DJIA ، NIKEL " واليورو دولار والمعادن النفيسة والمنتجات النفطية...إلخ.

وتتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة، نذكر منها:²

1- إن لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني " في الموقع المعاكس".

2- إن طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر. وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.

¹ - رزق، عادل محمد، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور أداري ومحاسبي"، ط1، دار طبية للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، 2004، ص: 96

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003، ص: 152

3- إن عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً. ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم.

4- يقوم تجار المستقبلية بوضع ما يعرف بالهامش الأولي، والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها: وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أذونات الخزينة... الخ، وهو يمثل غالباً نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلية والتي لا تتجاوز 5%.

5- تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلية لأغراض المضاربة.

6- ولتوكيد الخاصية السابقة أن أسعار عقود المستقبلية ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية، وخاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية وتقل فيها المخاطر، وذلك لإمكانية هذه الأسواق على تعديل الاختلالات التي تحدث في التعاملات السوقية الخاصة بالمستقبلية. وهنا يمكن ضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية وتلك التي ستحقق في أسواق المستقبلية.

ب- العقود الآجلة:

هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً. ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل، يتساوى السعران وقت التعاقد إلا أن السعر الأول يكون ثابتاً والسعر الثاني يكون قابلاً للتغيير.

وبصورة عامة إن عقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي، بل أنها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية لعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل.

وقد نشأت أسواق العقود الآجلة بشكل أساسي بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم بهدف التحوط من مخاطر العملات الأجنبية، وكثيراً ما تلجأ إليه الشركات متعددة الجنسيات التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة في بلدان متعددة وتريد أن تحمي نفسها ضد أخطار التغيير في أسعار هذه العملات.

ج- الفروقات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

على الرغم من أن العقود المستقبلية ما هي إلا امتداد للعقود الآجلة، ولكن بشروط نمطية معينة تجعلها تختلف عنها في بعض النقاط وهي كالتالي¹:

¹ - الراوي، خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 1999، ص: 317

ج-1- خطر التأخر عن الدفع: العقود المستقبلية تكون مضمونة بواسطة البورصة، حيث يسان تنفيذها بمجموعة من الاحتياطات التأمينية اللازمة للوفاء بعدم الدفع من قبل المشتريين أو البائعين. بينما العقود الآجلة غير مضمونة حيث تتميز باحتمالية عدم الالتزام أو التأخر عن الدفع. ولكن مع الدقة في اختيار الطرف المقابل الذي يتم التعاقد معه آجلاً فتصبح ظاهرة عدم الدفع ضئيلة بالرغم من كونها لا تزال موجودة. وللحد من المخاطر المحيطة بعدم احترام العقد من الطرف الآخر، يجب أن تقتصر هذه العقود فقط على المؤسسات المالية والتجارية ذات المركز المالي القوي.¹

ج-2- القدرة التسويقية: العقود المستقبلية تتصف بالسيولة المرتفعة جداً، حيث يمكن لأي طرف من أطراف التعاقد أن يتخلص من التزاماته قبل تاريخ التسليم، وذلك بمجرد الاتصال بالسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل. وهذا نابع من طبيعة هذه العقود القياسية النمطية، التي تعني تواجد عدد كبير من المتعاملين على العقد. بينما العقود الآجلة من الصعب تحويلها إلى نقدية فهي ضعيفة السيولة، نظراً لكون العقد له سمعة شخصية، لذا تتسم هذه العقود بدرجة عالية من مخاطر التسويق.

ج-3- تكاليف المعاملات: تتمثل تكاليف المعاملات في التكاليف المصاحبة للعقد، والمتمثلة أساساً في عمولة السمسار وقيمة الهامش والضرائب على الأرباح، إضافة إلى تكلفة البحث عن طرف آخر إذا ما رغب المتعاقد في إقفال مركزه بأخذ مركز مضاد. وهذه التكاليف منخفضة في حالة العقود المستقبلية بالمقارنة بالعقود الآجلة، حيث أن العقود المستقبلية تتداول في البورصات، مما يعني انخفاض تكاليف إقفال مركز العميل نتيجة لتمتعها بدرجة عالية من السيولة في ظل التنميط.²

ج-4- التسوية بحسب السوق: يتم إجراء التسوية في العقود المستقبلية بصورة يومية، والهدف من ذلك تعويض الخسائر أولاً بأول بدلا من تراكمها. ونتيجة لتلك المتابعة المستمرة، يصبح من المتوقع أن يكون مقدار الهامش المبدئي ضئيلاً، عادة في حدود 10% من قيمة العقد. بينما في العقود الآجلة لا تتم التسوية يومياً بل تتم في نهاية العقد، وهذا يترتب عليه أن الخسائر المحققة في تاريخ التسليم قد تصل إلى مستوى قد يعجز معها أحد طرفي التعامل عن الوفاء بهذه الالتزامات.³

ج-5- الأسواق التي يتداول فيها العقد: لكون العقود المستقبلية نمطية فهذا يبعد عنها صفة الشخصية عند إبرامها، وهذا لا يعني غياب التنوع بالرغم من التنميط فهي تتمتع بقدر عالي جداً من

¹ - Pilbeam, Kaith (1998), "Finance & Financial Markets", First Edition, Macmillan Press LTD, London. P: 276

² - الراوي، خالد وهيب، مرجع سبق ذكره، ص: 318

³ - الراوي، خالد وهيب، مرجع سبق ذكره، ص: 319

المرونة، وهذا وفر لها إمكانية التداول في البورصة في ظل تشريعات محددة ضابطة. بينما العقود الآجلة هي بطبيعتها شخصية ولا حدود لمرونة بنودها، وغالباً لا تتداول في البورصة المنظمة.

د- عقود المبادلة¹:

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية " شهرية، فصلية، نصف سنوية... الخ".

وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يومياً، كما هو في العقود المستقبلية، فضلاً عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وعقود المبادلة تستخدم غالباً لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة. والأطراف التي توافق على عقد المبادلة تسمى "counter parties" وغالباً ما تكون أدوات الدين محل التعاقد.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالباً ما تتركز في أدوات دين وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة عملات.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير "عائم"، بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت.

بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار "مثلاً". بمعدل عائم بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت.

لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف تحدد الربح والخاسر في عقود مبادلة العملات. يدعى الطرف الدافع للفائدة الثابتة مقابل الحصول على المتغيرة بالدافع الثابت، بينما يدعى الطرف الدافع للفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الثابتة بالدافع المتغير. والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك يدعى بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال.

هـ- الخيارات:

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983م وأصبحت تؤلف جزء مهم من عمليات سوق المال في الوقت الحاضر، ويرجع بدايات التعامل بها إلى عام 1970م في أسواق المال الأمريكية ثم بدأت عملها كسوق ثانوية منظمة عام 1973م في سوق شيكاغو.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005، ص: 138

يقصد بالخيارات بأنها "عقود تعطي الحق لحاملها شراء أو بيع عدد من الأدوات المالية عادة ما تكون 100 بسعر محدد وبفترة محددة عادة تتراوح بين 3-9 أشهر " .

تحرر الخيارات من قبل طرف ثالث (متعهدي الإصدار) في الغالب الأعم بنوك الاستثمار، والجهة المصدرة للسهم العادي ذي العلاقة بعقد الخيار لا يترتب عليها أية التزامات، فأطراف العقد هي المستثمر والمتعهد¹.

يتضح من مضمون عقد الخيارات أن خاصية الرهان تمثل الطبيعة الأساسية للخيارات لاحتوائها على عنصر المضاربة. وإن عملية تحرير الخيار لا تتضمن أي إصدار فعلي لأسهم عادية فهي تنحصر بتداول الأسهم عند تنفيذ أو ممارسة الخيار.

كما تصنف الخيارات إلى نوعين :²

أ- خيارات استدعاء (الشراء): وهي خيارات تعطي الحق لحاملها شراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد يسمى سعر الضربة (الممارسة)، خلال مدة محددة مسبقا. هذه الخيارات لا تشكل أية التزامات لحاملها (المشتري) له الحرية في ممارسة الخيار من عدمه لكن بالمقابل يمثل التزام على محرر الخيار. وفي الغالب الأعم ينفذ حامل الخيار العقد عندما يكون سعر السهم في السوق أكبر من سعر الضربة.

ب- خيارات الطرح (البيع) : وهي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من الأسهم العادية إلى محرر الخيار طبقا للسعر المتفق عليه مقدما (سعر الضربة) وخلال مدة صلاحية الخيار، ويتيح اختيار البيع الفرصة للمستثمر لحماية نفسه من المخاطر التي قد تنتج عن احتمال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي تمتلكها .

و- الكفالات

الكفالة عبارة عن ترخيص يرفق بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت يخول حامله شراء عدد محدد من أسهم الشركة المصدرة للكفالة بسعر محدد وخلال فترة محددة، ويتضح من التعريف أن الكفالة لها خصائص نوجزها بالآتي:

- تصدر بشكل قسائم ملصقة بالورقة المالية لتسهيل تسويقها.
- القسائم قابلة للتداول في السوق الثانوية.
- تخول الكفالات حاملها شراء أسهم الجهة المصدرة بسعر ومدة تتراوح في الغالب بين 3-10 سنوات، ويمكن أن تكون مستديمة ليست لها تاريخ محدد
- الكفالة غير قابلة للاستدعاء وهي تخضع إلى رغبة حاملها وتوقعاته

¹ - Ross, A. Stephen & Other (1990), "Corporate Finance", Second Edition, Irwin, Boston.p. 561-562

² - Brigham, F. Eugene & Gapenski, C. Louis (1994), "Financial Management – Theory & Practice", Seventh Edition, The Dryden Press, New York. P. 964

هـ) يتمتع حامل الكفالة بحقوق حملة الأسهم العادية بعد ممارسة حقه باستبدال القسائم بالأسهم العادية.

- يسقط حامل الكفالة حقه بعد نفاذ المدة المحددة.

* - الفرق بين الكفالات والخيارات:

تختلف الكفالات عن الخيارات في الكثير من النقاط التي يمكن إيجازها بالآتي:

أ- الجهة المصدرة: تصدر الكفالة من الشركة المصدرة للورقة المالية ذات العلاقة بالترخيص وعادة ذات دخل ثابت، في حين الخيار يمارس ويحرر من قبل أطراف ليست لها علاقة بالجهة المصدرة للسهم موضوع الخيار.

ب- شكل الإصدار: تصدر الكفالة بشكل قسائم ملتصقة باصدارية الشركة من أوراقها المالية ذات الدخل الثابت، في حين الخيارات عقود مستقلة بين المحرر (المضارب غالباً) والمستثمر (المشتري أو المستفيد من الخيار).

ج - المدة: مدة الكفالة في الغالب تتراوح بين 3-10 سنوات وبعضها مستديمة، في حين الخيارات صلاحية ممارستها لا تتعدى بين 3-9 أشهر.

د- القيود: الكفالة مقيدة بحدود أعلى في حين الخيارات مطلقة.

هـ- الهدف: الكفالة وسيلة لتسهيل عملية تسويق الإصدارات والتمويل بكلفة أقل، في حين الخيارات لا تحقق أية إضافات أو مزايا إلا لأطرافها فقط.

المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية

إن معظم ما يجري في أسواق الأوراق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، لذلك تكاد أن تكون هذه السوق مصنعا للإسقاطات المستقبلية. والتوقعات كونها أساس للقرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية لا يعني رجاحة التنجيم على العقلانية، بل العكس هو الصحيح، إذ أن التوقعات العقلانية منهجا أساس في التحليل والتنبؤ بالأحداث، وهو ما جرى الإطلاع عليه في جوانب مختلفة من دراسة الأسواق المالية.

وترجيح العقلانية في عمليات التنبؤ بالأحداث المستقبلية تتطلب دفقا معلوماتيا كبيرا، من حيث الحجم والدقة والتفاصيل، مشكلا المزية الرئيسة لأسواق الأوراق المالية. حيث تعد المعلومات بمثابة البناء التحتي للبورصات والأساس العقلاني لبناء التوقعات طالما كانت عمليات الاستثمار ذات مضمون مستقبلي. وتم تقسيم المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: كفاءة السوق المالي

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة

المطلب الثالث: المحفظة المالية

المطلب الأول: كفاءة السوق المالي

إن معنى كفاءة الأسواق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه الأخيرة تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقا. وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقا، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائيا. ومن هذه المقدمة البسيطة نقوم بتعريف كفاءة السوق المالي.

أولا - مفهوم وركائز كفاءة السوق المالي :

1- تعريف: إن سعر الورقة المالية يعكس دائما قيمتها الحقيقية استجابة للمعلومات المتدفقة بشكل عشوائي عقب اتجاه محدد، ويصاحب ذلك رد فعل في الحال لهذه الأخيرة لتتغير أسعار الأوراق المالية بشكل عشوائي وهو ما يعرف بالمشي العشوائي .

وتتمثل أهم منطلقات تحديد مفهوم كفاءة السوق والتي بإمكانها أن تعكس أحسن تقدير للقيمة الجوهرية للأوراق المالية، طالما أن الأسعار تعكس كافة المعلومات الظرفية بشكل مستمر، فهي تؤثر دون تمييز وبصفة سريعة وشبه آنية على كافة الأوراق المالية بشكل لا يسمح للمتعاملين من تحقيق عوائد غير

عادية أو تفوق المعقول، وإن حصل ذلك فمآله للصدفة تحديدا حتى ولو حقق المستثمر عائدا إضافيا، فإن التكاليف الإضافية لتحليل المعلومة قد تعادل أو تفوق العائد الإضافي المكتسب.

وفي نفس الصدد فإن حركة الأسعار تتصف بالعشوائية، مما يحول بين الأسعار والسيطرة عليها لسبب جهل توقيت تدفق المعلومات بشكل سابق ودون إنذار. وما يلفت الانتباه اعتقاد المراقبين والمستثمرين كفاءة السوق من شأنه أن يسعى كل منهم للحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها، مما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للورقة لتعادل قيمتها الحقيقية، وعندها تتحقق كفاءة السوق بصفة لا إرادية ففي نفس السياق أيضا أن كفاءة السوق تعد أداة هامة في تحقيق الكفاء للموارد المالية المتاحة، على النحو الذي يوفر للمؤسسات والأفراد على حد سواء مناخا ملؤه الرخاء والرفاه الاقتصادي¹.

2- دواعي كفاءة السوق (مدى جاذبية الأوراق) :

تلعب السوق المالية الكفوءة دورين أساسيين أحدهما مباشر، والمتمثل في توفير مناخ استثماري للمهتمين وقيامهم بشراء أسهم المؤسسة، قصد انتظار عوائد مستقبلية دلالة على أن القرار واعد وأن الأداء جيد بناء على الأخبار السوقية، مما يدفع بالمؤسسة إلى المزيد من إصدار أوراق مالية بل وبيعها بسعر مناسب يعمل على زيادة حصيلة الإصدار (التمويل غير المباشر) وانخفاض متوسط تكلفة الأحوال بالتعبئة. أما الدور الثاني فهو غير مباشر مفاده إقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق التي تصدرها المؤسسة لذا تعتبر الكفاءة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال الإصدار. هذا وإن سمات السوق الكفاء تعكس سرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المتداولة².

ثانيا - أنواع كفاءة سوق المال:

وتتمثل أنواع كفاءة سوق المال

1- الكفاءة الكاملة:

وتتحقق عندما تتوفر مجموعة من الشروط أهمها :

- عدم وجود قيود على التعامل حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها، أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، مما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة

¹ - دادان عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2007، ص: 177 .

² - دادان عبد الغني ، مرجع سبق ذكره، ص: 180

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين، بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوق يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة .

هذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف بالمعاملات... الخ. وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة الخورية له وهذا الأمر الشائع مهما بلغت درجة تطور السوق المالية .

2- الكفاءة الاقتصادية :

تستند إلى فرضية السعي المستثمر في تعظيم منفعته الخاصة. وبالتالي يظل في سباق المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة والسوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية. وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفاء للأوراق المالية، هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال 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 الخورية للورقة المالية.

ثالثا - مستويات الكفاءة في السوق :

يقسم الباحثون كفاءة المستوى التنافسي للأسواق إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا (مدى وطبيعة العلاقة القائمة بين الأسعار المتداولة فيها من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين عن الشركات المدرجة من جهة أخرى)، وقد قام كل من "هاري موربرت" و"لوجن خاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات:

1- فرض الكفاءة الضعيفة:

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمتها السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

2- فرض الكفاءة شبه القوية:

تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار لكل الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها،

سواء تمثلت تلك المعلومات في نشر الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المؤسسة. بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3- فرض الكفاءة القوية:

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للسهم¹.

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة

نتيجة لاختلاف ظواهر الحياة بين الفترات الزمنية المختلفة وكذلك بين الأماكن المختلفة في نفس الفترة الزمنية، كان لابد من وجود أداة لتقيس التغير النسبي في هذه الظواهر، وسميت هذه الأداة بالرقم القياسي. وتكمن أهمية الأرقام القياسية في أنها تستخدم في كافة مجالات الحياة، وهي تلعب دوراً هاماً في التحليلات الاقتصادية والمالية، وتستخدم للدلالة على التضخم النقدي ولحساب القوة الشرائية للوحدة النقدية وكذلك مساعدة الجهات المختصة في رسم السياسات الاقتصادية. وبالرغم من تعدد المجالات التي تستخدم فيها الأرقام القياسية إلا أن الأسعار تعتبر من أهم تلك المجالات. أما في الأسواق المالية، فتعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. والهدف الرئيسي من عمل المؤشر هو إعطاء صورة عامة عن حركة الأسعار في السوق.

أولاً - تعاريف المؤشرات في البورصة:

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.

¹ - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص: 22

التعريف الأول:

المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعا أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم. والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية¹.

التعريف الثاني: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم"².
يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي، لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق وإتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

التعريف الثالث: مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى³.
من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية. على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعات السوق بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة .

¹ - عبد الغفار حنفي: الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص 77.

² - محمد صالح الخناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002، ص: 251.

³ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

2- مبررات استخدام المؤشرات:

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض، حيث أن ارتفاع أو انخفاض مؤشرات الأسعار يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية وانخفاضها، ومن الواضح أن المؤشرات تشير إلى شيء ما، وبالتالي فإن استخداماتها تنحصر في ثلاثة مجالات: - الإنذار - التأكد - التوقع.

وتتمثل الاستخدامات الأساسية لمؤشرات البورصة في العناصر التالية:

أ- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية:

يعكس التغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية أو لمجموعة كبيرة منها، وبالتالي يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء محافظ الاستثمارات المالية المتنوعة تنوعاً جيداً، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.

ب- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصة:

يمكن التنبؤ من خلال استخدام المؤشر بأسعار الأسهم في البورصة مع استخدام أدوات التحليل الفني، والذي يبنى على اعتقاد أساسي مفاده أن التغيرات السعرية التاريخية يمكن عن طريقها التنبؤ بالاتجاهات السعرية المستقبلية للأسعار الأسهم.

ج- تقدير مخاطر محافظ الاستثمار ومعامل المخاطرة المنتظمة:

تمكن بعض المؤشرات من حساب معالم المخاطرة المنتظمة والمعروف باسم بيتا (β) ويشترط في هذه المؤشرات أن تكون متنوعة تنوعاً جيداً.

ثانياً - أهمية إعداد وتصميم مؤشرات أسواق المال:¹

قد يتم تصميم المؤشر ليشتمل على كافة الأوراق المالية في السوق مثل مؤشر البورصة الأمريكية أو مؤشر بورصة نيويورك، حيث يغطي مؤشر بورصة نيويورك كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وقد يتم تصميم المؤشر بناءً على عينة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعند الاعتماد على عينة من الأوراق المالية يجب اختيارها بما يسمح بتمثيل حركة التداول والأسعار للأوراق المالية المتداولة في السوق، هذا وكلما كانت العينة التي يقوم عليها المؤشر كبيرة ومتضمنة كافة القطاعات الاقتصادية للسوق كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً للسوق، كما أن هناك اعتبارات لإعداد أي مؤشر يجب الأخذ بها.

¹ - محمد عتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط1، 2009، ص: 142-144

1- اعتبارات إعداد المؤشر:

أ- النطاق الذي يغطيه المؤشر، هل المؤشر يشمل على حركة التداول ومستويات الأسعار في السوق بصفة عامة، ومن ثم قياس حالة السوق ككل، مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة "DJIA" Dow Jones Industrial Average، ومؤشر ستاندر أند بور S&P 500 أم أن المؤشر ينحصر في قياس السوق لصناعة معينة، مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل؟

ب- تحديد الأهمية النسبية "الوزن النسبي" للأسهم التي يتكون منها المؤشر، أم يتم تخصيص أوراق متساوية لجميع الأسهم؟ أم يتم تحديد الوزن حسب السعر أو حسب القيمة...؟

ج- أن يعكس المؤشر التغيرات التي تحدث في أسعار أسهم بعض الشركات التي يتكون منها، وفي نفس الوقت ألا يتأثر المؤشر نتيجة للتغير الذي يحدث في عدد الأسهم للشركات التي يتكون منها المؤشر مثل توزيع أسهم مجانية "اشتقاق الأسهم".

د- توضيح الأسس التي يتم بناءا عليها حساب وتقدير المؤشر، حتى يستطيع المستثمرين والمهتمين متابعة أداء محافظ الاستثمار مع أداء السوق، والتعرف على مستويات المخاطر المتوقعة والعوائد المطلوبة، فكل مؤشر يعطي نتائج تختلف عن المؤشرات الأخرى وفقا للأسس التي يقوم عليها المؤشر عند اختيار العينة أو الأسلوب المستخدم في حساب وتقدير المؤشر، ويجب اختيار طريقة واضحة وسهلة عند حساب وتقدير المؤشر.

2- الوظائف واستخدامات المؤشر:

كما ترجع أهمية الإعداد والتصميم الجيد لمؤشرات أسواق المال إلى العديد من الوظائف والاستخدامات لتلك المؤشرات من أهمها:

أ- التنبؤ بحجم النشاط في السوق:

عند تتبع حركة المؤشر عبر عدة سنوات ماضية، وباستخدام نماذج التنبؤ مثل المتوسطات المتحركة ومعادلة الاتجاه العام بعد تخليصها من أثر التقلبات والتغيرات الموسمية التي تحدث في السوق، فإنه يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تحدث على حركة التداول والأسعار في السوق، والتنبؤ بالتطورات المستقبلية من حيث:

- قيد وتداول الأوراق المالية في السوق.
- متوسط قيمة التداول الشهري.
- عدد الأوراق المالية المتداولة.
- عدد العمليات المتوقع تنفيذها.
- رأس المال الاسمي والسوقي للشركات المقيدة في السوق.
- تطور تعاملات المستثمرين الأجانب في السوق سواء بائعين أو مشتريين.

- عدد الشركات المقيدة والمتداولة أوراقها في السوق.

ب- تقدير مخاطر السوق:

يمكن استخدام مؤشر السوق في قياس مخاطر السوق، والتي تسمى بالمخاطر المنتظمة، وهي المخاطر التي تصيب السوق ككل ولا يمكن تجنبها، تلك المخاطر تؤدي إلى زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في السوق، ومن أهم العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة:

- مخاطر تغير القوة الشرائية للنقود - انخفاض قيمة العملة.

- مخاطر تغير أسعار الفائدة بالبنوك.

- المخاطر الدورية التجارية والحالة الاقتصادية.

ج- المساعدة في تكوين المحافظ الاستثمارية:

تساعد المؤشرات في تحقيق التنوع الجيد لمحافظ الاستثمار، فمن خلال متابعة تطور حركة المؤشر يستطيع المحلل المالي الوقوف على عائد ومخاطر السوق، ولذلك قد تلجأ العديد من الشركات المتخصصة في تقييم الأوراق المالية إلى تقديم النصيحة للمستثمرين بتشكيل محفظة تتماثل مع عينة الأسهم التي يتكون منها مؤشر السوق، أو استخدام أسلوب التنوع عند تكوين أسهم المحفظة واختيار الأسهم ذات معامل الارتباط العكسي بين عوائدها المتوقعة .

د- التنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة:

من خلال متابعة مؤشر سوق المال يمكن الحكم على مدى استقرار الحالة الاقتصادية بالدولة، فقد أثبتت الدراسات والأبحاث العلمية قدرة المؤشرات المصممة بطريقة دقيقة على التنبؤ بالحالة الاقتصادية من كساد أو رواج قبل وقوعها، ولذلك قامت المؤسسات العالمية والمؤسسات الصحفية بتصميم مؤشرات واستخدامها كأدوات للتنبؤ بالدورات الاقتصادية في الدولة.

هـ- متابعة أداء إنتاجية الصناعات

يمكن استخدام مؤشر السوق في قياس أداء الصناعات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، وكذلك التنبؤ بربحية تلك الصناعات مع تقدير المخاطر التي تواجهها. ومن أمثلة المؤشرات التي تقيس أداء الصناعات:

- مؤشر داو جونز لصناعة النقل Dow Jones Transportation Index

- مؤشر ستاندر أند بور لصناعة الخدمات العامة S&P. Public Utilities Index

3- معايير بناء المؤشر:

كما أن هناك معايير يجب أن تتبع لبناء مؤشرات الأسعار تتمثل في العناصر التالية:

أ - حجم العينة:

ويقصد به عدد الشركات التي سوف يتم قياس أداء السوق استنادا إلى أدائها السعري، وعليه كلما زادت العينة كلما زادت دقة المؤشر كلما كان أكثر تعبيرا عن أداء السوق، حيث تكون العينة ممثلة للمجتمع، فإذا استطعنا أن تكون العينة من جميع شركات البورصة فإن هذا المؤشر يعبر عن السوق تعبيرا صحيحا وكاملا، وعلى ضوء عينة الشركات الداخلة في المؤشر يسمى المؤشر، فمثلا هناك مؤشر فاينانشال تايمز 100، وهناك استاندر اند بورز 500، وهناك اجي اكس 30 وهناك اجي اكس 70، لاحظ ان العدد يشير الى عدد الشركات الداخلة في المؤشر وهذا يعني أن كل شركات السوق ليست مدرجة بالمؤشر. ويلاحظ انه يتم اختيار الشركات للدخول في المؤشر وفقا لعدة معايير أشهرها رأس المال السوقي الإجمالي لكل شركة، ويتم عمل إحلال وتجديد كل فترة لشركات المؤشر بخروج ودخول شركات جديدة.

ب - طريقة احتساب المؤشر

وتتبع طريقتان كما يلي:

- **طريقة المتوسطات:** حيث يتم إعداد المؤشر استنادا إلى أسلوب المتوسط الحسابي وهو عبارة عن مثلا مجموع أسعار أسهم الشركات الداخلة في المؤشر على عددها والنتيجة تكون عدد نقاط المؤشر، ويمكن إدخال الناتج في معامل وليكن 100 أو 1000 مثل مؤشر داو جونز، والمتوسط الآخر هو المتوسط الهندسي ويتم فيه اخذ الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم الداخلة في المؤشر، مثل مؤشر بورصة الكويت، ويعاب على هذا النوع من المؤشرات ببطء رد الفعل في حالة الصعود أو الانخفاض.

- **طريقة الرقم القياسي:** وفيها يتم إيجاد رقم قياس للأسعار عن طريقة قسمة إجمالي رأس المال السوقي لجميع شركات المؤشر على رأس المال السوقي لها في أول يوم لحساب المؤشر، وتغير هذه القيمة بتغير أسعار البسط مع ثبات المقام.

ج - أسلوب الترجيح:

وقد يكون أسلوب الترجيح هو على أساس أسعار الأسهم فقط بحيث يبنى المؤشر على أساس السعر فقط، وقد يكون على أساس رأس المال السوقي لكل شركة، وهو حاصل ضرب عدد الأسهم القائمة في القيمة السوقية للسهم، أو قد يكون من خلال جمع رأس المال السوقي المرجح بنسبة أسهم حرة التداول لكل الشركات في مؤشر البورصة وذلك من خلال عدد الأسهم القائمة مضروبا في نسبة الأسهم حرة التداول في سعر السهم السوقي لكل شركة.

4- أهم مؤشرات أسواق المال العالمية:

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبيا، نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:

أ- مؤشر داو جونز: Jones Dow

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884م، وذلك بإسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896، ثم إلى 20 سهم في 1916م، وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي.

ب- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:

لقد جاء هذا المؤشر أساساً لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز، بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

ج- مؤشر ستاندر اندبور 500:

بدأ تكوين مؤشر ستاندر آندبور في 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداماً وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

425 سهم من الشركات الصناعية.

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ.

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.¹

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة "IBM- ا.ب.م" وشركة "جينيرال موتورز MOTORS" GENERAL " حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.²

¹ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 253.

² - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

وما تجدر إليه الدراسة أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر أند بور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول، قد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية، مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الارتفاع كلما زاد التكامل، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه:

الجدول رقم (02/04) : معاملات الارتباط بين أسواق الأوراق المالية العالمية وبين مؤشر ستاندر أند بور 500 للفترة 2005 - 2010.

الدولة	معامل الارتباط
النمسا	0.62
فرنسا	0.68
ألمانيا	0.61
هونكونغ	0.81
إيطاليا	(0.28)
اليابان	0.55
جنوب إفريقيا	0.65
إنجلترا	0.88

المصدر: تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2011، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2012

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثر الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي¹.

د - مؤشر فالويلين 1400 Value Line

أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 82

والجدول التالي يعطي مقارنة بعض المؤشرات وسوق الأوراق المالية الأمريكية

الجدول رقم (02/05): مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة

S & P 100	S & P500	دوجونز لمتوسط الصناعة	المؤشرات الأمريكية
100 سهم	بين 400 و 500 سهما	30 سهما في القطاع الصناعي ل NYSE	- عدد وتصنيف القيم
الرسمة البورصية	الرسمة البورصية	الأسعار	- معيار الاختيار
100 في 1976/01/02	10 بين 1941 و 1943	100 في 1929	- الأساس
المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي	المتوسط الحساب مرجح بالأسعار	- طريقة الحساب
15 ثانية	كل 15 ثانية	كل 30 ثانية	- زمن الحساب

Source : S.A. Boukrami, *Vade-mecum de la Finance*, Office des Publication Universitaire, Alger Algérie, 1992, p:76

المطلب الثالث: الحفظ المالية

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوب فعال لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنه يركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة محفظة الأوراق المالية، من هنا يمكن اعتبار هذه الأخيرة في الشركات القابضة أهم وسائل علاج لمشكلة تقييم الاستثمارات .

إذا إدارة المحفظة الاستثمارية في الشركات و المؤسسات المالية هي النشاط الرئيسي الموالي لنشاط الشركة، ليس فقط لما يحققه من دخل و إيرادات و لكن أيضا لتحقيق عوامل التوازن و الاستقرار المالي و الحيوية و الفعالية للشركة .

وحتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة المحفظة، يحتاج إلى تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارة المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى تحديد أهم مراحل وطرق تسيير وتقييم المحافظ الاستثمارية. وهذا ما سأحاول تبسيطه في هذا المطلب، كما نقوم بكشف الضوء على تعريف المحفظة الاستثمارية و توضيح الأهداف والخصائص والأنواع التي تسعى إلى تحقيقها : نماذج تسيير المحافظ الاستثمارية .

أولاً: - ماهية المحفظة الاستثمارية :

1- مفهوم المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة. و بهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط و في هذه الحالة تسمى المحفظة - محفظة أسهم - أو تكون سندات فقط و تسمى المحفظة -محفظة سندات - كما قد تكون المحفظة مشكلة من الاثنين معا و يطلق عليها اسم - المحفظة المهجنة - .

وتتميز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب و الفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أذونات الخزينة و الخيارات، أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و المخاطر و أخرى مرتفعة العوائد و المخاطر .

2- أهداف المحفظة الاستثمارية : تتمثل أهداف تكوين و إدارة المحفظة فيما يلي¹:

- تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة و تكوين المحفظة .

- تطوير البيانات المالية و الحاسوبية بالشركات و توفيرها للمستثمر بالأسلوب و الكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات .

- إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك و شركات التأمين، باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد و ضمان تلبية حاجة البنك و المؤسسة المالية للسيولة، و تجنب التعرض لخطر الإفلاس و عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين .

3- خصائص المحفظة الاستثمارية تتميز المحفظة الاستثمارية بالخصائص التالية :

أ- العائد و المخاطرة :

- العائد : يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، و كما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية، و بالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها .

¹ - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 424

و تتمثل عوامل التوزيع في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي¹:

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

حيث :

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية } i$$

$$X_i = \text{نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية } i$$

$$n = \text{تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة}$$

و بذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة، و هو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية:

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

حيث :

$$E(R_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية } i$$

- المخاطرة : يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية .

وتعطى الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2$$

حيث : δ_i = الانحراف المعياري للاستثمار .

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة .

ومنه يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التغير و معامل الارتباط :

* صيغة المخاطرة حسب معامل التغير $\text{COV}(R_i, R_j)$: معامل التغير بين معدل العائد لأصلين

ماليين، يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما، وذلك حسب الحالات التالية :

إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في نفس الاتجاه، فإن معامل التغير يكون

موجبا .

أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في اتجاهين معاكسين، فإن معامل التغير

يكون سالبا .

¹- Bertrand Jacquillat et Bruno slonik " Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques " Gauthier Villars , Paris , 2eme édition ,1994 , P 87 .

وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين مستقلة عن بعضها البعض، فإن معامل التغير يكون معدوماً .

ويمكن حساب معامل التغير حسب الصيغة الرياضية التالية :

$$\text{cov} (R_i . R_j) = P (R_i . R_j) . \delta_i . \delta_j$$

حيث :

$$P (R_i . R_j) = \text{معامل الارتباط بين الاستثمارين } i \text{ و } j.$$

$$\delta_i . \delta_j = \text{تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الاستثمارين .}$$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التغير كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . \text{cov} (R_i . R_j)$$

* صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط : معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يوضح العلاقة

بين متغيرين و اتجاههما، ويأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين (+1) و (-1) وذلك حسب الوضعيات التالية :

- $P=1$ ارتباط موجب و تام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة إرتباطية تامة وموجبة. بمعنى أن العوائد لها نفس الاتجاه .

- $P=-1$ ارتباط سالب و تام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسير في اتجاهين متعاكسين .

- $P=0$ ارتباط معدوم، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض .

وتعطى الصيغة الرياضية لمعامل الارتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية¹:

$$P(R_i . R_j) = \frac{\text{cov} (R_i . R_j)}{\delta(R_i) . \delta(R_j)}$$

ومن خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الارتباط تتوقف على معامل التغير بين المتغيرين

$$(R_i . R_j)$$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل الإرتباط كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . P (R_i . R_j) . \delta(R_i) . \delta(R_j)$$

ب - التنويع:

تحتوي سوق الأوراق المالية على العديد من الأصول المالية التي تتفاوت من حيث العائد ودرجة المخاطرة، وعادة ما تكون الأصول المالية التي لها عائد أكبر هي التي تكون فيها درجة المخاطرة كبيرة لأن

¹ - خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية "دراسة تطبيقية على المستثمرين في غزة"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 106 .

العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية، غير أن القرار الاستثماري الرشيد يساعد على زيادة العائد دون زيادة مماثلة في درجة المخاطرة وذلك بأن تتضمن المحفظة الاستثمارية أوراق مالية مختلفة المخاطر كأساس لزيادة العائد .

وبهذا يقصد بالتنوع قرار المستثمر الخاص بمكونات المحفظة، بالتنوع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد¹ .

و للتنوع عدة طرق، أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تاريخ الاستحقاق، فالتنوع في جهة الإصدار يقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة و إنما يجب توجيهها إلى عدة شركات .

أما تنوع تواريخ الاستحقاق فيقصد به تنوع استثمار مخصصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتقليل من الخسائر، غير أن الاستثمار في هذه السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من تلك الاستثمار في تلك الأوراق، من جهة أخرى فإن الاستثمار في السندات الطويلة الأجل يساهم في استقرار العائد المتولد عن تلك السندات إلا أن أسعار هذه الأخيرة قيمتها السوقية تتعرض لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق .

ثانيا - السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية هي²:

1- السياسة الهجومية :

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محافظ رأس المال"، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90% من قيمة المحفظة .

2- السياسة الدفاعية :

في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ اتجاه عنصر المخاطرة، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محفظة الدخل"، حيث تتكون

¹ - ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي، مرجع سبق ذكره، ص: 270 .

² - طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره ص: 81 .

قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس مال المحفظة .

3- السياسة المتوازنة :

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية و الممتازة و السندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاز سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى .

ثالثا- أوجه الاختلاف والاتفاق بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار:

قد يظن بعض الباحثين أنه لا يوجد هناك فرق بين المحافظ والصناديق، ولذلك لوجود أوجه الشبه بينهما، إلا أن هذا لا يمنع أن يكون هناك فروق جوهرية وقانونية بين المحافظ والصناديق، ولذا سيتم التطرق إلى أوجه الاتفاق ثم الاختلاف بين الصناديق والمحافظ.

1- أوجه الاتفاق بين المحافظ والصناديق:¹

أ- تعتبر كل من المحافظ والصناديق وعاء لحفظ المال ولذلك نجد أن التعريف اللغوي فيما بينهما متقارب فهما متشابهان من حيث القرض منهما وهو حفظ المال.

ب- تعتمد كل من المحافظ والصناديق على إستراتيجية التنوع بين أدوات الاستثمار.

ج- قابلية وحدات الصناديق المحافظ الاستثمارية للتداول.

2- أوجه الاختلاف بين المحافظ والصناديق:

أ- المستثمر في الصناديق الاستثمارية لا يملك أية سلطة إدارية أو رقابية ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه، بينما يملك المستثمر في المحافظ الاستثمارية سلطة وقرارا خصوصا إذا كانت الإدارة بواسطته.

ب- المستثمر في صناديق الاستثمار مكون من مجموعة أفراد، بينما في المحافظ لكل مستثمر محفظة خاصة به ولا يشترك معه غيره فيها، ولذا نجد أن بعض الصناديق مغلقة وبعضها مفتوحة لأفراد جدد، بينما المحافظ مغلقة لصاحبها فقط.

ت- العلاقة في صناديق الاستثمار بين أطراف ثلاثة يتمتع كل واحد منهم باستقلالية تامة عن الآخر، وهم المستثمرون فهم شركاء في المال وتحكمهم قواعد الشركة، ومدير الصندوق وتحكمه قواعد

¹ - أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام، القاهرة، 2004، ص: 161.

وقوانين تلزم فيه بإتباع سياسة الصندوق، وأمين الاستثمار ويعتبر أجيرا. بينما تتكون العلاقة في المحافظ بين طرفين اثنين فقط، ولا ينفرد المدير باستقلالية إلا بقدر ما يسمح لها العميل.

ث- الاختلاف في أسلوب الإدارة وفي نوعية المستثمر وفي أطراف العلاقة يؤثر في الشخصية الاعتبارية لكل من الصناديق والمحافظ، فصناديق الاستثمار تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة عن أصحاب رؤوس الأموال ولهذا يعتبر كيانها الاقتصادي أقوى من المحافظ، بينما لا تتمتع محافظ الاستثمار بالشخصية الاعتبارية.^(*)

والشخصية الاعتبارية لصندوق الاستثمار تعني اعتبار الصندوق شخصا معنويا مستقلا عن أشخاص المساهمين فيه، وله ذمة مالية مستقلة قابلة لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات.¹

ج- لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة، أما محافظ الاستثمار فلا يوجد لها نشرة الاكتتاب، لأنها خدمات استثمارية فردية.

ح- بما أن مكونات صناديق الاستثمار قابلة للتداول فإن لها آلية في التخارج والاشتراك، ومكونات المحافظ الاستثمارية قابلة للتداول أيضا إلا أنها لا تشارك ولا تخارج فيها لاختلاف طبيعة عمل كل منهما.

د- تقييم وحدات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية يكون من قبل المدير وينشر سعر التقييم في الجريدة اليومية، بينما تقييم المحفظة يكون من خلال أسعار الإقبال في السوق.

ر- لا بد لصناديق الاستثمار من ترخيص من قبل وزارة التجارة بعد موافقة البنك المركزي، ولا يشترط وجود ترخيص للمحافظ الاستثمارية بل يكفيها ترخيص الشركة التي تعمل على إدارتها، لأنها تعتبر إحدى الخدمات الاستثمارية التي تقوم بها الشركة فلا تحتاج إلى ترخيص خاص بها.

ز- لا بد للصندوق الاستثماري من اسم، والمحفظة لها رقم حساب خاص تمسكه الشركة.

س- لا بد من تحديد عمر للصندوق يرخص على أساسه، بينما عمر المحفظة تنظمه بنود العقد المتفق عليه بين الطرفين.

ش- انتهاء الصندوق يكون بمجالات كثيرة منها إنهاء المدة المحددة للصندوق، أو في حال انخفاض الوحدات عن 50% من سعرها في آخر تقييم، أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية، بينما في المحافظ يحق للعميل إنهاء المحفظة في أي وقت شاء.

ص- يمكن لمحفظة الاستثمار أن تكون جزءا من صناديق الاستثمار، ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلا عنه فالصندوق من هذا الجانب أهم من المحفظة.

(*) الشخص الاعتباري: ما يعامل معاملة الإنسان في الالتزام والالتزام دون أن يكون معنى لأشخاص كالشركات، والوقف نحو ذلك.

¹ - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2005، ص: 63.

خاتمة الفصل:

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة وخصوصاً تلك التي تركز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض التنمية. وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط، وهي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد. وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية اثر حدوث تطورات مهمة على المستويين العالمي والوطني، وبعد أن أصبحت مصادر التمويل الاستثماري غير مقتصرة على المصادر المحلية والعالمية والتقليدية، إذ تطورت واستحدثت أدوات وآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الاستثمارية في الأسواق العالمية أتاحت فرصاً ومزايا استثمارية لم تكن متاحة في السابق، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية، فقد ثبت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة ايجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد. كما أنها الوسيلة الوحيدة القادرة على تحقيق عملية الخوصصة في ظل سياسة الإصلاح الاقتصادي التي تبنته غالبية الدول النامية والولوج إلى اقتصاد السوق. وبالتالي أصبحت ضرورة ملحة لتطوير وتحديث هذه السوق، والقضاء على المشاكل التي تواجهها عن طريق إدخال بعض الأدوات والمستحدثات الجديدة والتي على رأسها صناديق الاستثمار.

تلعب الصناديق الاستثمارية دوراً هاماً في أسواق المال في العالم، كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات، وإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة، فضلاً عن دورها في توسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة وذلك من خلال ترويجها لأسهم الشركات المطروحة للبيع، وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرين. هذا بالإضافة لدور الصناديق في تدعيم التقييم الحقيقي للأوراق المالية وتحسين شروطها وظروفها لصالح الاقتصاد الوطني. هذه النقاط التي ذكرت ونقاط أخرى نجدها بتفصيل كبير في الفصل القادم عن دور صناديق الاستثمار في الاقتصاد الوطني.

المقدمة:

تُعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، فهي كمقياس درجة الحرارة. ناهيك عن الدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية. يختلف استثمار الشخص لأمواله استثماراً فردياً عن استثمارها استثماراً جماعياً مع أموال الغير، فصاحب الأموال الراغب بالاستثمار قد لا تتوفر فيه الثقافة الاستثمارية التي تؤهله للاستثمار وقد لا يتمتع بالخبرة اللازمة للاستثمار، كما أن المبلغ الذي يملكه قد لا يكفي للقيام بمشروع استثماري، إضافة إلى أنه قد يتعرض لمخاطر جسيمة بسبب أن النشاط الذي سيمارسه قد يكون محدوداً من حيث نوع الاستثمار، بعكس الاستثمار الجماعي والذي يحقق توزيعاً جيداً للمخاطر نظراً للتنوع في الأنشطة الاستثمارية و اتساعها بالإضافة إلى العدد الكبير من المتعاملين مع تنظيم الاستثمار الجماعي، حيث شركات توظيف الأموال هي إحدى أنظمة الاستثمار الجماعي والتي ظهرت لتحقيق الفوائد سالفة الذكر وتسمى صناديق الاستثمار

أثارت صناديق الاستثمار جدلاً واسع النطاق حول مدى فعاليتها في تنشيط البورصة، وخاصة في الأسواق الناشئة، ومدى تأثيرها على التنمية الاقتصادية في تلك الدول وتجميعها للمدخرات، وخاصة من المستثمرين الصغار الذين يعانون من ضعف الوعي الاستثماري بسوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف عامة أو أهداف خاصة وقدرتها على تقليل درجة المخاطرة للاستثمار في البورصة.

ومن خلال هذا الفصل الثالث من الدراسة ينقسم إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار

المبحث الثاني: أهمية وأهداف ومزايا صناديق الاستثمار

المبحث الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

المبحث الرابع: عمليات وأسس إدارة صناديق الاستثمار

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار، ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن تحقيقه للمستثمرين.

ويتناول هذا المبحث الملامح العامة والأساسية عن صناديق الاستثمار حيث يتناول المبحث المطالب

التالية:

- المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي
- المطلب الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار
- المطلب الثالث: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار
- المطلب الرابع: خصائص صناديق الاستثمار

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي

تعتبر فكرة صناديق الاستثمار فكرة قديمة جدا مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما وصلت إليه الآن، فكما ذكرت كتب التاريخ فإن المصريين القدماء والفينيقيين اعتادوا بيع أجزاء من مراكبهم وعرباتهم حتى يقللوا المخاطر على المالكين الأفراد.¹

وفي العصور الحديثة ظهرت صناديق الاستثمار وتطورت مما مكنتها من الاستحواذ على نسبة كبيرة من مدخرات المستثمرين.

وسوف نتعرض فيما يلي لهذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها عالميا وعربيا وإسلاميا.²

أولا - نشأة صناديق الاستثمار الدولية:

لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السابقة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى اسكتلندا حيث تم ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870، وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار لمعرفة محترفين بالبورصة.

¹ - فخر الدين علي الفقي وآخرون، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية "كونا"، القسم الاقتصادي، 1996، ص: 13

² - عدنان الهندي وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، ص: 119 - 120

ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت شكل الصناديق المفتوحة "open- end fund" ذات الرأس مال المتغير، وازدهرت صناديق الاستثمار ونمت في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية، مما أدى انتشارها بالولايات المتحدة الأمريكية إلى قيام الحكومة الأمريكية بإصدار القانون الذي ينظم عملها عام 1940 "the investment company ACT". بلغت عددها في يونيو عام 1947، 352 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار، وفي مدة تقل عن عشرين عاماً زاد عدد الصناديق أكثر من 50 %، وزادت استثمارات هذه الصناديق أكثر من 1250 % بل زادت عن ذلك بكثير مع دخول عصر العولمة.

توصلت دراسة ثالثة إلى أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم investmen trust وكان أول صندوق هو: Foreignand colorial government investmen trust ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم.

تؤكد دراسة رابعة على أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في اسكتلندا عام 1870 في شكلها المغلق، ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 في الشكل المفتوح وليس عام 1924 كما أشارت الدراسة الأولى، وتم تقنين عملها بصدور عدة قوانين أمريكية عام 1933 لتنظيم التعامل في الأوراق المالية بشكل عام، ثم عام 1940 لتنظيم عمل شركات الاستثمار بشكل خاص، وتم تعديل هذا القانون عام 1970 لحماية المستثمرين.

ثم أنشئ معهد شركات الاستثمار لنشر المعلومات والإحصائيات الخاصة بعمل الصناديق الأمر الذي ساعد على ازدهارها وانتشارها بالولايات المتحدة، حتى بلغ عددها عام 1947 حوالي 352 صندوقاً ثم ارتفع لأكثر من 5000 صندوقاً عام 1994، ثم تأسس أول صندوق في بريطانيا عام 1931 وتطورت الصناديق إلى الشكل المفتوح عام 1966، وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام 1945 بينما في ألمانيا عام 1950، وتلي ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان، وساعد على انتشارها في أوروبا صدور القانون الأوروبي الموحد عام 1985 الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الإتحاد الأوروبي كلها بداية من سبتمبر عام 1989.

ترى دراسة خامسة أن صناديق الاستثمار نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 وكانت حوالي 29 صندوقاً بأصول لا تزيد عن 200 مليون دولار، ثم ارتفعت إلى 25 بليون دولار عام 1980. بمشاركة 6% من الشعب الأمريكي، وقفزت بعد ذلك إلى تريليون دولار بمساهمة 25% من الشعب الأمريكي عام 1990.

¹ - هشام البخاوي، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، رسالة ماجستير في العلوم القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص: 11

ومن هنا تؤكد الدراسات السابقة استمرار الجدل بين الباحثين حول مكان ظهور أول صندوق استثمار والتاريخ الذي تأسس فيه وذلك على المستوى العالمي.¹

ثانيا - نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية:

على الصعيد العربي، كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية عام 1993. واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية. ويمكن الاطلاع على قائمة الصناديق الاستثمارية المتاحة من خلال زيارة الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول).

ويقدر إجمالي الموارد المعبأة من خلال الصناديق العربية في الفترة من عام 1993 إلى عام 1995 بأكثر من 830 مليون دولار، توزعت على حوالي 20 صندوقاً كان أكثرها مخصصاً للاستثمار في أسواق الأسهم في كل من مصر والمغرب وتونس وعمان والأردن والبحرين.²

وبالنظر إلى هذا الرقم فهو يبدو صغيراً لا يكاد يذكر إذا ما عرفنا أن إجمالي الأموال التي تديرها صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة "خاصة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية" قدر في نهاية 1995 بنحو 260 مليار دولار، وهذا يعني ببساطة أن حصة الصناديق العربية لم تتجاوز 0.3 % فقط.³

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 بعد السعودية في خوض التجربة، إذ بدأت تجربتها عام 1985، ثم تبعها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، تلتها لبنان عام 1996، وأخيراً الأردن عام 1997.⁴

ثالثاً - نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن فكرة ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور البنك الإسلامي، إلا أن الصندوق يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأن ميزانيته مستقلة تماماً عن ميزانية البنك لأن الصناديق غير مضمونة على البنك، وما عدا ذلك فإن فلسفة تأسيس كل منهما واحدة.

¹ - محمد عنتر محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 31

² - فخر الدين الفقي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 46

³ - أشرف محمد دوايه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر، ط1، القاهرة، 2004، ص: 54

⁴ - أشرف محمد دوايه، مرجع سبق ذكره، ص: 55

لأن العلاقات بين أطراف هذه الصناديق تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال بعقود المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار وفق ضوابط والأحكام الشرعية.¹

أما أول صندوق استثماري كان في الخليج وبالضبط في السعودية وتم إنشائه من طرف البنك الأهلي التجاري في عام 1979 م، وكان صندوقاً استثمارياً قصير الأجل بالدولار الأمريكي، ولم يكن وفق الضوابط الشرعية، لأن البنك آنذاك كان ربوياً، يتعامل وفق نظام الفائدة ولكنه قد تحول الآن إلى مصرف إسلامي، ثم تطور الوضع في السنوات العشر الأخيرة حتى بلغت الصناديق الاستثمارية في نهاية عام 1998 م في السعودية فقط 114 صندوقاً استثمارياً، ومبالغ الاستثمار فيها أكثر من أربعة وعشرين بليون ريال، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن 70 ألف مستثمر، ثم تنامت الصناديق الاستثمارية بشكل مضطرد حتى بلغت إصدارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في منطقة الخليج وبعض الدول العربية حتى الربع الأول لعام 2006 م، 14 مليار دولار، وبلغ متوسط النمو فيها في دول الخليج فقط حوالي 45 % سنوياً منذ عام 2001 حتى عام 2005.

كما اهتمت البنوك التقليدية الغربية بإقامة صناديق استثمارية إسلامية تدار من قبلها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، وأول تجربة ظهرت إلى الوجود في هذا المجال كانت عام 1988 م بتأسيس " صندوق الاستثمار الإسلامي المحدود " (The Islamic Management Fund Limited) في جزيرة (جرنسي).²

وفي عام 1995 م تم تأسيس صندوق " الواحة الإسلامي " بإدارة المصرف الاستثماري البريطاني المعروف بـ " Robert Fleming " في لوكسمبورج، وكان هذا الصندوق متخصصاً في الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية العالمية .

وفي عام 1996 م أسس المصرف البريطاني : ANZ في جرنسي صندوقاً استثمارياً إسلامياً تحت إسم " صندوق المضاربة الدولية الأول المحدود " (First ANZ International Modaraba Limited (FAIM Citi Islamic) أسس سيتي بنك صندوقاً استثمارياً متخصصاً في الأسهم العالمية في لوكسمبورج بإسم (Port Folies).

في عام 2001 وقع بنك باريبا الفرنسي مع بيت التمويل الكويتي مذكرة تفاهم لإنشاء صندوق لسوق مالية إسلامية بقيمة مليار دولار.

¹ - المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، مطبوعات المؤتمر، البحرين، 2006، ص: 14

² - مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، مركز صالح كامل بجامعة الأزهر، القاهرة، 2006، ص: 36

كما تم تطوير مؤشرات أسهم إسلامية من قبل مؤسسات دولية معروفة مثل " داو جونز " Dow " Jonse Islamic Index " " فايننشال تايمز " .

المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، وما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق.

لذا يجدر بنا أولاً قبل أن نذكر التعريفات التي عرف بها الباحثون الصناديق الاستثمارية، نذكر الفكرة الأساسية التي تقوم عليها الصناديق الاستثمارية، ثم نقوم بإعطاء مجموعة من التعريفات.

أولاً - الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار:

و تقوم هذه الفكرة الأساسية على الأساس الآتي:¹

- 1- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة، بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.
 - 2- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.
 - 3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.
 - 4- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.
- وبعد بيان تلك الفكرة، وبالنظر في وضع تعريف للصناديق الاستثمارية فإنه يمكن التطرق لعدة مفاهيم مختلفة عن بعضها البعض .

ثانياً - مفهوم صناديق الاستثمار:

إن هذه التعريفات وإن اختلفت ألفاظها إلا أنها جميعاً تنفق في مضمونها، وجاءت هذه التعريفات على النحو التالي :

¹ - عز الدين حوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، إدارة البحوث والتطوير، مجموعة دلة البركة، ص: 13-14

1- الصناديق الاستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات للاشتراك سوياً في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر.¹

2- الصندوق الاستثماري " هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.²

ويوضح هذا التعريف بأن صندوق الاستثمار هو مشروع يطلقه أي بنك كان في السعودية ولكن يجب الموافقة المبدئية من مؤسسة النقد العربي السعودي.

3- شركات الاستثمار هي نوع من الوسطاء الماليين وتقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات مقابل حصول المستثمرين على الفوائد التي تحققها تلك الأصول.³

ويوضح هذا التعريف أن صندوق الاستثمار ما هو إلا شركة شأنه في شأن باقي منظمات الأعمال، ويسري عليه كل ما يتعلق بإدارتها، وأن الوظيفة الرئيسية للصندوق تتمثل في الوساطة المالية لجمع الأموال ثم استثمارها في الأوراق المالية، بجانب أنه أبرز المقابل الذي يحصل عليه المستثمر بتلك الصناديق والذي يتمثل في الفوائد المحققة من وراء الأوراق المالية.

4- شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة.⁴

أكد هذا التعريف على دور الوساطة وأضاف بعداً آخر وهو تنوع محافظ الأوراق المالية بالصناديق لتتلاءم مع تنوع حاجات المستثمرين.

5- شركات الاستثمار هي شركات تقوم بتجميع الأموال من الأفراد عن طريق إصدار أسهم عادية في السوق، ثم تستخدم متحصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية لعدد من الشركات الأخرى والتي يتم تداولها بالسوق.

أبرز هذا التعريف الطريقة المتبعة في تجميع الأموال، وهي أسهم عادية مقابل الأموال التي يدفعها المستثمرون للصندوق وتسمى في السوق المصري مثلاً بوثائق الاستثمار investment rumits وهي أدق، حيث أن السهم يعتبر ورقة مالية واحدة بينما وثيقة الاستثمار تمثل حصة من محفظة الصندوق ككل، فمن يملك وثيقة يعد مالكا لمحفظة أوراق مالية بنسبة قيمة الوثيقة إلى إجمالي قيمة محفظة الصندوق، ويتمتع

1 - مؤسسة نيهومباشي كابايا، ندوة الودائع الاستثمارية في اليابان، طوكيو، اليابان، 1989، ص: 1-2

2 - مؤسسة النقد السعودي، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1994، ص: 74

3 - عطية عبد الحليم صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، برنامج ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، السبت 1997/3/22، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ص: 21

4 - هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 2011، ص: 53.

بمزايا المحفظة من حيث التنوع وتقليل مخاطر الاستثمار وانخفاض تكلفة الصفقات على خلاف ما يملك سهما واحدا حيث يفقد هذه المزايا.

6- صندوق الاستثمار هو وعاء مالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وللصندوق ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال لتقوم بإدارته شركة استثمار متخصصة للاستثمار في مجالات متنوعة تتمثل بصكوك الإجارة، والمرابحات، والاستصناع الموازي، والسلم الموازي، والمزارعة وغيرها من النشاطات المشروعة تهدف إلى تحقيق أرباح عالية من خلال التنوع والتوزيع الجغرافي لتقليل المخاطر وتحقيق عائد مجز¹.

يؤخذ على هذا التعريف اعتباره تجميع الأموال واستثمارها هدفا للصندوق، في حين أنها وظيفة له يتم من خلالها تكوين محفظة الأوراق المالية التي تحقق أهداف الصندوق، ويجسب له أنه أوضح أن إدارة الصندوق تتم من خلال شركة متخصصة في الاستثمار.

7- يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها أوعية مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأشخاص واستثمارها في الأوراق المالية عن طريق جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بهدف تقليل المخاطر وزيادة العائد.

حدد هذا التعريف أهداف صناديق الاستثمار في تقليل المخاطر وزيادة العائد.

8- صندوق الاستثمار في جوهره هو تجميع لأموال الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين بغرض إخضاعها لإدارة ما تتولى تنميتها عبر استثمارها في أدوات استثمارية ومجالات أخرى. أضاف ذكر التعريف عنصرين هما:

- الفئات المستثمرة في الصناديق قد تكون من الأشخاص الطبيعيين أو المؤسسات ذات الشخصيات الاعتبارية المستقلة.

- تنوع مجالات الاستثمار وعدم اقتصرها فقط على الأدوات المالية.

9- يمكن تعريف صندوق الاستثمار بأنه "سلة" تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات، يتم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين، ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات، وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية التي تتولى إدارتها بنفسها. وقد اشتمل هذا التعريف على توضيح للجهات التي تنشأ صناديق الاستثمار وهي الشركات المتخصصة أو البنوك التجارية، بجانب أن إدارة المحافظ بالصناديق قد يتم بواسطة الجهات المنشئة لها أو جهات متخصصة في ذلك.

¹ - عزالدين حوجة، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994، ص: 24

10- صناديق الاستثمار هي وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بغرض توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد وتوزيع المخاطر مع تحقيق السيولة لحاملي الوثائق لوقت الطلب¹.
أبرز هذا التعريف هدف السيولة بجانب هدفي تعظيم العائد وتقليل المخاطر كأهداف يسعى الصندوق لتحقيقها.

11- تعبر صناديق الاستثمار عن مؤسسات مالية مستقلة أو التابعة لأحد البنوك أو شركات التأمين، تقوم بإصدار وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمرين أفراداً أو شركات لاستثمار حصيلة البيع في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في سوق التداول بهدف تكوين محفظة أوراق مالية متوازنة من حيث العائد والمخاطر، ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية مثل إقراض الغير أو ضمانته، أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة.

12- تعرف صناديق الاستثمار بأنها مؤسسات مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد من خلال بيع حصص ملكية (وثائق الاستثمار)، على أن تقوم بتوظيف هذه المدخرات في تكوين محافظ الأوراق المالية المتنوعة لتقليل المخاطر بما يخدم الأهداف المعلنة للصندوق.

أشار هذا التعريف إلى ضرورة وجود أهداف معلنة للصندوق وذلك حتى يستطيع المستثمر اختبار الصندوق الذي يتلاءم مع أهدافه.

13- صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيمياً ومحاسبياً عن المؤسسة التي تنشئه، تتولى بجميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمار موحدة القيمة، ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساساً ومجالات الاستثمار الأخرى تبعاً لصالح المدخرين والمستثمرين معاً².

على الرغم من طول هذا التعريف إلا أنه أبرز أن صندوق الاستثمار قد يكون كياناً قائماً بذاته في شكل شركة مساهمة لها شخصيتها الاعتبارية، أو قد يكون وحدة تنظيمية بداخل المؤسسة التي تنشئه، إلا أن هذه الوحدة تتميز بالاستقلال التنظيمي والمحاسبي، مما يعني أن لها دفاترها وسجلاتها الخاصة بها والتقارير الدورية سواء المالية أو الإدارية المستقلة عن نظيرتها لباقي المؤسسة.

ومما تقدم يلاحظ التقارب الواضح بين التعريفات وإن اختلفت المنطلقات، غير أن التعريفات السابقة اشتركت في العناصر التالية:

¹ - محمد ماهر محمد علي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول، ص: 163-164

² - محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول، ص: 33

- 1- تعتبر صناديق الاستثمار أحد أنواع المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة بين طرفين، يتوفر لدى الأول المدخرات أو الفائض في الأموال يحتاجها الطرف الثاني الذي لديه عجز في الأموال، ولذلك فصندوق الاستثمار يعتبر وسيطا ما بين المستثمر والشركات المتداول أوراقها المالية في البورصة.
- 2- قد يتخذ الصندوق شكل الشركة المساهمة ذات الشخصية المعنوية الاعتبارية أو قد يكون وحدة تنظيمية بداخل المؤسسة المنشئة له ويتمتع بالاستقلال التنظيمي والمالي، وقد يسمى الصندوق باسم شركة الاستثمار company investment وحدة استثمار investement units، investment trust، صناديق الاستثمار mutaul fund.
- 3- تركز الأهداف العامة لصناديق الاستثمار في المحافظة على الأموال المستثمرة وتحقيق أكبر عائد ممكن تدنية المخاطر وتوفير درجة معينة من السيولة.
- 4- تعتبر صناديق الاستثمار بمثابة الأوعية المالية التي تتم من خلالها تجميع مدخرات المستثمرين الطبيعيين أو الاعتباريين، سواء كانت مدخرات صغيرة أو كبيرة واستخدامها في تكوين محافظ الأوراق المالية بصفة رئيسة وباقي مجالات الاستثمارات الأخرى في سبيل تحقيق أهداف الصندوق.
- 5- تتمثل الموارد البشرية للصندوق في رأس المال المخصص له من قبل الجهة المنشئة بجانب الأموال المجمعة من المدخرين والمستثمرين، وأهم استخدامات هذه الأموال هي الأصول الثابتة التي يحتاجها العمل بالصندوق والسيولة المحتفظ بها ثم محفظة الأوراق المالية التي تسيطر على الجزء الأكبر من الأموال.
- 6- يصدر صندوق وثائق استثمار كحصة ملكية للمساهمين فيه ويكون نصيب المستثمر في محفظة الصندوق بنسبة ما يملك منها إلى إجمالي قيمتها، دون أن يكون لأي مستثمر الحق في امتلاك أصول معينة يعينها من مكونات المحفظة.
- 7- تعتبر صناديق الاستثمار أحد أشكال الاستثمار الجماعي الذي يتميز عن الاستثمار الفردي من حيث وجود محفظة مالية واحدة يشترك في ملكيتها عدد كبير من المستثمرين، وما لذلك من مزايا التنوع، وتقليل المخاطر غير المنتظمة، تقليل تكلفة العمليات كبر حجمها مقارنة بالاستثمار الفردي، حيث يكون لكل مستثمر محفظته الخاصة به التي تتسم بانخفاض مستوى التنوع بها لانخفاض حجم المال المستثمر مقارنة بالمحفظة الجماعية وانعكاس ذلك على المخاطر وتكلفة العمليات.
- 8- يتولى إدارة محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار جهات متخصصة لديها خبراء محترفون ذو كفاءة عالية في هذا المجال عادة ما تسمى مدير الاستثمار investment manager .

ثالثا- التعريف الراجح:

ويلاحظ أنه يمكن تعريف صناديق الاستثمار على النحو التالي:

هي إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي التي قد تتخذ شكل الشركة المساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها (شركة/ بنك مثلا)، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من الأشخاص

الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ الأوراق المالية التي يتولى إدارتها مديرون محترفون في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف الصندوق¹.

المطلب الثالث: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار:

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية. فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال ضمان التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط بيعها، نلقي الضوء على عناصر تدخل ضمن الدور المتوقع لصناديق الاستثمار وتمثل في :

أولاً - بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية:²

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

ويعلق خبراء المال والاقتصاد آمالا عريضة على صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج إلى معرفة مالية واسعة، فإن الاستقرار الاقتصادي الذي يوفر مناخا تحيطه الثقة بالإضافة إلى التشريع القانوني يمهدان الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية فإن الاككتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية، مما يساعد الشركات على الاتجاه إلى سوق المال لتمويل أنشطتهم بدلا من الالتجاء إلى البنوك للاقتراض. أما ما يخشاه البعض من أن تؤدي صناديق الاستثمار إلى زيادة الطلب على حجم محدود من الأوراق المالية المعروضة بالبورصة وبالتالي تؤدي إلى مغالاة في أسعار بعض الأوراق، ليس له ما يبرره، حيث أن صناديق الاستثمار بمساهماتها في دعم الخصخصة ستؤدي إلى طرح مزيد من الأسهم للتداول بالبورصة كما أن هناك بالفعل عددا من الشركات الكبرى الناجحة التي تمهد ل طرح أسهمها للاككتاب العام خلال شهور قليلة.

¹ - محمد عنتر محمد، مرجع سابق، ص: 24- 29

² - علي محمد نجم، سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ندوة المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1995، ص: 49.

إن زيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

1- الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة: لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية.

2- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية، وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة لأن تقدم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات.

3- تساهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة.

4- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع، والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد.¹

ثانياً - بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأن القيام بمتطلبات الصندوق يحتاج إلى محترفين متخصصين، وإلى جهات متعددة لتأسيسه وإدارته، وجهة تتعهد بحسن مسيرته، تداولاً، وتجاراً من بداية تأسيس الصندوق وحتى تصفيته، وللصندوق ميزانية مستقلة، وأمواله الضخمة لمشاركين قد يزيد عددهم عن عشرات الآلاف، مما يخفف النفقات الإدارية، فتضحي التكلفة ضئيلة بالقياس مع المبالغ المستثمرة، مع توفير الحماية للمستثمر بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت في الصناديق تنشيطاً كبيراً للاقتصاد الوطني.²

كما تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل وفي الخارج وفي دعم الثقة في سوق رأس المال خاصة بعد تجربة شركات توظيف الأموال وفي ظل ضعف الوعي الاستثماري الحالي.

ويتجه اهتمام صناديق الاستثمار بشكل خاص إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة نسبياً والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية. فيقوم الصندوق بما يتيح للمستثمرين من

¹ - حاسم عبد الكريم، الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1997/1417، ص: 8-9

² - هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 59

معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات المطروحة أسهمها بالبورصة، بتوفير عنصر الأمان للمستثمر الذي يترك للصندوق مسؤولية استثمار أمواله بثقة.

وفيما يلي أهم فوائد الصناديق للمستثمرين:

- 1- توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم تلك الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المؤسسات التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.
- 2- الصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.
- 3- تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية، وتعفيهم من تحمل عناء إدارة الاستثمارات.

4- للصناديق القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأن الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مجز، ولا يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون، وتنظيم يقوم على أساس توزيع مهام القيام بجوانب الصندوق على جهات متعددة، وكل منها مسؤولة عن عملها، ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات، وإشراف الجهات الرقابية وهو البنك المركزي لحماية المستثمرين، حفاظاً على تنشيط الاقتصاد الوطني.

ثالثاً- استفادة البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار

بما أن استخراج رخصة لإنشاء صندوق استثماري لا يكون إلا المؤسسة مالية مقبولة من البنك المركزي وبالتالي فإن قيام البنوك المحلية، وشركات الاستثمار المعتمدة بتأسيس صناديق الاستثمار المختلفة يحقق لها فوائد عديدة تلخص بما يلي:

1- جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها: إن البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة، هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها، ومن ثم يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية.

2- تمكين البنوك وشركات الاستثمار من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي، لأنه بموجب السماح للبنوك وشركات الاستثمار بتأسيس صناديق استثمارية فتح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين، ومكسبها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار

في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة أفراد أو مؤسسات صغيرة عن منافسة الصناديق، ومن هنا استأثرت بفرص كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق.

3- تحقيق عمولات الاستثمار: تقوم البنوك بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، وقد تكون تلك العمولات محددة، أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق، وخلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للبنوك.

4- الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها: إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لنشاطاتها، وبالتالي يعتبر عاملاً مهماً في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل من نشاطاتها، ويحقق لها عوائد، ومنافع كثيرة.

رابعاً- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية :

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

المطلب الرابع: خصائص صناديق الاستثمار:

قد يكون من المفيد قبل أن نحدد الخصائص العامة لصناديق الاستثمار أن نميز بينها وبين المؤسسات المالية الأخرى، مثل شركات الاستثمار وبنوك الاستثمار. فشركات الاستثمار تتفق مع صناديق الاستثمار في كون كل منهما يعمل على تجميع أموال المستثمرين ثم استثمارها في محفظة للأوراق المالية، كما أن كلا منهما يقوم بعملية الانتقاء الفني للمحفظة وإدارتها. أما الفرق الرئيسي بينهما فيكون في كون شركات الاستثمار تتخذ شكل الشركات المساهمة تحكمها وتنظمها قوانين الشركات المساهمة، في حين أن صناديق الاستثمار تبنى على فكرة التعاقدية التي تتم من الأطراف المعنية، والتي قد تكون في شكل عقد استثمار أو عقد وكالة.

وتختلف صناديق الاستثمار عن مصارف الاستثمار في كون الغرض الرئيسي لمصارف الاستثمار هو القيام بعملية الوساطة بين الشركات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، وبيعها وتوزيعها بالجملة

والقطاعي، بالإضافة إلى تقديم المشورة الفنية لكل منهما. كما تتمتع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص المميزة لها، وسوف نشير إلى هذه الخصائص تفصيلاً:

أولاً - الإدارة المتخصصة:

إن من أبرز الخصائص المميزة لصندوق الاستثمار أنه يدار بواسطة إدارة متخصصة ومحترفة، وهو عامل الجذب الأول للمستثمر عندما يقوم على استثمار أمواله أو مدخراته في صناديق الاستثمار في الأوراق المالية.

فالإدارة المتخصصة والمحترفة التي تتمتع بالخبرة في مجال الأوراق المالية تعود على المستثمر الفرد بعوائد عديدة ومهمة في ذات الوقت، فالمستثمر عندما يقوم بالاستثمار مباشرة يصبح قائماً بكافة متطلبات العملية اللازمة لذلك، فهو متخذ القرار ومدير الاستثمار ومراقب الأسعار، ومتابع السوق والمخاطر والأحداث والتطورات، وغير ذلك، كل هذه المتطلبات والمسؤوليات يلقيها المستثمر على كاهل الإدارة المحترفة التي تتولى صندوق الاستثمار.

فإدارة صندوق الاستثمار عن طريق إدارة لها خبرة في مجال الأوراق المالية تعفي المستثمر من مخاطر اتخاذ القرار غير السليم، وتؤدي إلى قيمة مرتفعة للاستثمار في الأوراق المالية لقيامها بدراسات تعود على المستثمر بأفضل عائد استثماري مقارنة بالعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه.¹

ثانياً - صناديق الاستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية:

إن القاعدة الأساسية التي تحكم عمل صناديق الاستثمار هي أن الاستثمار يكون قاصراً على الأوراق المالية، لا يجوز لهذه الصناديق أن تستثمر أموال المدخرين في أي شيء آخر، كما لا يجوز مزاوله أية أعمال مصرفية أو تعامل القيم المالية الأخرى، أو في غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص من الهيئة العامة لسوق المال.

هذا بالإضافة إلى أنه تم تحديد نسب معينة في العادة لاستثمار صناديق الاستثمار في أذون الخزينة والودائع المصرفية، وتكون في الغالب ما يقارب 10% من قيمة الوثائق في حالة الصندوق المملوك لبنك أو شركة التأمين و 5% في حالة الصندوق الذي تؤسسه شركة مساهمة عادية.

لقد استهدف هذا التقييد على أن الصندوق أنشئ أساساً للاستثمار في الأوراق المالية وليس في مجالات أخرى للاستثمار، وأن أوجه الاستثمار الأخرى لها أدواتها التي يمكن الاستثمار من خلالها، وليس من خلال صناديق الاستثمار.

¹ - على عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، أطروحة دكتوراه في القانون التجاري، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص: 59.

فصناديق الاستثمار إنما هي أدوات مالية متخصصة في وجهة معينة من وجوه الاستثمار، وهو الاستثمار في الأوراق المالية، وإن عملاء هذه الصناديق إنما توجهوا إليها مكتسبين في وثائقها رغبة منهم في استثمار أموالهم من خلالها في الأوراق المالية، ومن ثم لم يكن من الجائز والحال كذلك أن توجه هذه الصناديق أموالها إلى غير هذا الغرض.

بيد أنه ومن ناحية أخرى، أن لهذه الصناديق حرية المقدر في عملية الاستثمار، أجازت لها سوق الأوراق المالية أن تستثمر جزءا من أموالها في أذون الخزينة والودائع البنكية منها الاستثمارات الآنية التي يمكنها أن توفر قدرا معيناً من الحماية من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية.¹

ثالثاً - الملكية المشتركة لأموال الصندوق:

إن من أبرز الخصائص المميزة لصندوق الاستثمار أنه يتيح ملكية مشتركة لأموال الصندوق، بمعنى أن وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق لكل وثيقة مالك معين، أما أموال الصندوق المتجمعة من جماع قيمة كل الوثائق فإنها مملوكة ملكية مشتركة لجميع المكتسبين في الصندوق.

ويترتب على هذه الخاصية أنه لا يستطيع أحد المكتسبين أن يدعي لنفسه ملكية لجزء من رأس مال الصندوق بصفة خاصة، فالملكية هنا على الشيوع، فالعلاقة القانونية التي تربط البنك أو شركة التأمين التي تزاول نشاط صناديق الاستثمار بجملة وثائق الاستثمار تختلف عن العلاقة القائمة بين هذه المؤسسات المالية وبين المودعين بحسب الأحوال، إلا أن صندوق الاستثمار باعتباره وعاء ادخارياً مالياً فإن دوره بالطبع يكون أكبر من دور الشريك العادي، فخبرة إدارة الصندوق تعد العامل الأول لجذب المستثمر إلى سوق الأوراق المالية، فينجذب إلى وعاء ادخاري كصندوق الاستثمار يشاركه الأرباح ويستفيد من خبرته في هذا المجال والتي لا يمكن أن تتوافر لديه، وهو بالتالي يتعدى دور الشريك بمراحل بعيدة جداً.²

¹ - يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، أطروحة دكتوراة في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997، ص:60

² - عمرو مصطفى أبو أزيد، صناديق الاستثمار في مصر "الأموال والإدارة" دراسة مقارنة، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الجزء الأول، 1997، ص: 48

المبحث الثاني: أهمية وأهداف ومزايا صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار جزءاً مهماً في الاستثمار وذلك لأنها تتيح فرصة تجميع الأموال من المدخرين الراغبين في الاستثمار غير القادرين عليه، لعدم وجود الخبرة اللازمة لديهم أو لعدم وجود الوقت الكافي لديهم لمتابعة البورصات والأسهم كل على حدى، ومع زيادة عدد وحجم أموال الصناديق في البورصة والتي يتم استثمارها في أسواق الأوراق المالية، يمكن أن تقوم الصناديق بزيادة الاستثمار في الأسهم الخاصة بالشركات الإنتاجية أو الخدمية أو الشركات المالية كمرحلة أولى، يعقبها الاكتتاب في زيادة رؤوس أموال هذه الشركات، ومن ثم فإنه كلما زاد توجه الصناديق نحو تمويل ودعم نشاط معين يحتاجه الاقتصاد الوطني، فإن ذلك سوف يؤثر في الاستثمارات المتجهة نحو تلك الأنشطة والمشروعات التي يحتاجه الاقتصاد، حيث يقوي ذلك من مركز الصناعة أو القطاع في السوق ككل، ومن ثم يؤدي ذلك إلى إنشاء شركات جديدة في ذلك النشاط لأنه ينمو ويزدهر فتزداد الثقة بصورة أكبر في ذلك النشاط لكونه مثمراً ومرجحاً. ومن خلال هذه المقدمة البسيطة قمنا بتقسيم المبحث إلى المطالب التالية:

- المطلب الأول: أهمية صناديق الاستثمار
- المطلب الثاني: أهداف صناديق الاستثمار
- المطلب الثالث: مزايا وعيوب صناديق الاستثمار

المطلب الأول: أهمية صناديق الاستثمار:

يصف الاقتصاديون رأس المال بأنه جبان، ولذلك يتوجه إلى الأماكن التي يتوفر فيها الأمان وإمكانية تحقيق الأرباح، فالمستثمر دائماً يعيش في حالة ترقب ويبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة، وعند عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار فإنه لا يتردد في سحب استثماراته والهروب بها إلى أسواق أخرى، وهذا ما يعرف بهجرة رأس المال، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها نظرياً في العناصر التالية:¹

1- تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم.

¹ - غادة إبراهيم هاشم، دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2007، ص: 91-92.

- 2- إن كل من خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار والمزايا التي تتحقق من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار، من شأنها تشجيع المستثمرين على شراء وحدات صناديق الاستثمار مما يضيف مزيداً من حركة التداول في سوق الأوراق المالية¹.
- 3- إن صناديق الاستثمار المغلقة تعمل على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين، أولاً فهي تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية وتعمل بذلك على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وثانياً فهي تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.
- 4- تقوم بالمساهمة في إتمام عمليات الخوصصة وخاصة في الدول النامية والآخذة في النمو، حيث لا يتوفر لدي القطاع الخاص بها السيولة اللازمة ليقوم بشراء شركات القطاع العام لضخامة تلك الشركات، مما يؤدي إلى إعاقه عملية الخوصصة ومن ثم فإن اصطلاح صناديق الاستثمار في تلك العملية سواء في السوق الأولي أو الثانوي يعمل على خلق طلب على أسهم وسندات تلك الشركات المطروحة للبيع من خلال محافظتها الاستثمارية، ومن ثم تمثل الصناديق الجانب الكبير من الطلب على الأوراق المالية المطروحة من تلك الشركات والتمويل، بالتالي مثلما حدث في مصر حين كانت تمثل عنصر الطلب الرئيسي على شراء أسهم الخوصصة.
- 5- تقوم بتنوع مصادر الدخل للبنوك حيث يمكن للبنوك القيام بإنشاء صناديق استثمار والقيام بدور أمين لصندوق الاستثمار وتقديم العديد من الخدمات التي يقوم البنك بالحصول على مقابل لها، وكذلك حصول البنك على عوائد من الفروق الرأسمالية التي تعود عليه من بيع أجزاء من محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها مما يعمل على تنوع مصادر الدخل للبنوك.
- 6- توزيع أموال الصندوق بين عدد من الأوراق المالية المتنوعة في المجالات المختلفة، من حيث التوزيع الجغرافي والتوزيع من حيث الشركات المصدرة لهذه الأوراق، والتوزيع من حيث المجالات الاقتصادية المختلفة، يقوم بالتقليل من حجم المخاطر وتوزعها بالنسبة للمدخرات الذي يوجه أمواله لاستثمارها، حيث تحتوي تشكيلات محافظ الصناديق الاستثمارية على أوراق مالية للعديد من المنشآت.
- 7- تخلق صناديق الاستثمار طلباً متزايداً على الأسهم، مما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول.
- 8- تقوم الصناديق بالحد من احتمالات الخسائر التي تنتج عن الاحتيال أو الاختلاس من الإدارة أو الإفلاس لإدارتها بواسطة شركات متخصصة، كما أنه في حالة حدوث أية مشكلة مالية أو قانونية للشركة المديرة للصندوق فإن ذلك لا يمس مالكي الصندوق لكونه كيان مستقل عن الشركة المديرة له حيث أنه

¹ - محمد يوسف ياسين، البورصة "عمليات البورصة تنازع القوانين - اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ط1، ص: 27

يعمل من خلال نظام الـ DVP (delivery verses payment)، مع شركات السمسرة والشراء والبيع فيكون البيع بشيكات مقبولة الدفع نقدا ويكون الدفع عند الشراء مع استلام الأوراق المشتراة.

9- تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للاستهلاك.

10- تحقق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار، حيث أنها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها.

11- يعمل وجود صناديق استثمار محلية من الحد من تهريب المدخرات الوطنية استثمارها خارج البلد.

12- تعتبر صناديق الاستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

13- توافر القدرة على انتقاء الأوراق ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل إدارة الأوراق المالية.

14- تحقيق عائد مناسب من حيازة الأوراق المالية دون السيطرة على بعض الشركات، حيث أن ذلك يتنافى مع مبدأ التنوع وعدم التركيز الذي يجب أن تنتهجه هذه الصناديق.

15- تترتب على إدارة الصناديق بأسلوب الحجم الكبير للمحافظ، فيترتب على ذلك عمولات أقل نسبيا من تلك التي تترتب على العمليات التي يقوم بها الأفراد، فنجد أن عملية واحدة لصندوق ما شراء مليون سهم في عملية واحدة لن يدفع نفس العمولة التي سوف يدفعها الفرد في شراء عشر آلاف سهم فقط.

المطلب الثاني: أهداف صناديق الاستثمار:

تتعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلائم حاجات المستثمرين وروبتهم، فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي، وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل جار، وهناك صناديق تهدف إلى الموازنة بين النمو والدخل، كما أن هناك صناديق هدفها الاستفادة مما يمنحها القانون الضريبي من مزايا عن طريق الإعفاء الضريبي أو تأجيل الضريبة. كل هذا أجمعناه في مطلب يتكلم عن أنواع صناديق الاستثمار سنراه لاحقا هذا من جهة، أما من الجهة الثانية فقد قمنا باستنباط مجموعتان من الأهداف تتمثل في ما يلي:

أولاً - الأهداف العامة لصناديق الاستثمار:

تمثل صناديق الاستثمار القنوات التي تمر من خلالها المدخرات لتتحول إلى استثمارات، حيث تقوم هذه الصناديق بتجميع المدخرات من العديد من الأفراد وتحويلها إلى محافظ استثمارات ضخمة، ويمكن تحديد بعض الأهداف العامة لصناديق الاستثمار فيما يلي:

1- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق فائدة للبنك، الذي يؤسسها وكذلك زيادة فعالية محافظ الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها، وقد دأبت البنوك لسنوات طويلة على الاحتفاظ بمحفظة أوراقها المالية دون تحريك، وخاصة بالنسبة للشركات الناجحة فهي لا تفرط فيها، ومن هنا فهناك فرصة عالية وكبيرة لتحقيق ربحية من جراء بيع جزء من المحفظة لصندوق الاستثمار، ويتحقق هذا الربح نتيجة فروق تقييم الأسهم التي معظمها لم يتحرك ولم يتم بيعه منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية¹.

2- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال الاستثمار " غير بنكي " يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج، وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد. وهذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية، حيث إنه كان هناك فترة أدى فيها انعدام الوسائل الأخرى للادخار بخلاف البنوك إلى ضياع المدخرات الوطنية من خلال شركات توظيف الأموال والتي لم تلجأ المواطنون إليها إلا بسبب انعدام الأدوات التي تستوعب مدخراتهم، فلم يكن أمامهم سوى الأوعية الادخارية والشهادات البنكية التي كانت عوائدها منخفضة في مقابل ما تمنحه شركات توظيف الأموال من عوائد مرتفعة، وبالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين².

3- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار، فبالنسبة للأفراد فإن العائد الذي سيحصلون عليه يتشكل من قيمة الكوبون أو العائد على الأسهم المقدرة قيمتها في وثيقة الاستثمار، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم والقيمة السوقية لها. وهذا يختلف عما يحصل عليه المدخر عن عوائد بنكية تتمثل في العائد عن قيمة الوديعة فقط، ولا يحصل على أية أرباح رأسمالية، بل إن قيمة الوديعة تتآكل بفعل التضخم، مما يؤدي على المدى الطويل إلى رفع المستوى المعيشي لطبقة صغار المدخرين والوصول بالمجتمع إلى حالة من الرفاهية. أما البنك الذي ينشئ صندوق الاستثمار فإنه يحصل على عوائد متمثلة في قيمة الفروق الرأسمالية التي سيحصل عليها من بيع جزء

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2010، ص: 37

² - المرجع أعلاه، ص: 38

من محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار ومن العمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلال دوره في المراحل المختلفة لأداء الصندوق¹.

4- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع سوق المال، وهذا العنصر يوضح تماما الشريحة الأساسية التي حرص المشرع على أن تكون القاعدة الأساسية من جمهور صناديق الاستثمار وهي المدخر الصغير، وبالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى والأعلى لوثيقة الاستثمار من خلال السياسة الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار مع مراعاة أن تكون قيمة الوثيقة وفقا لما قننه المشرع لصالح صغار المستثمرين².

5- مراعاة اعتبارات الأمان، حيث أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار، وكلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع زادت درجة تقلبه للمخاطر، وكلما توزعت الأوراق وتنوعت بين أسهم شركات وسندات وأذون خزانة أمن مقابلة للمخاطر.

فالصناديق تتناول محفظتها أوراقا مالية للعديد من الشركات، مما يحقق تشكيلة متوازنة قد لا تتوفر لكثير من المستثمرين. وعادة فإن الاستثمار في الأسهم مرتفع المخاطر، أما الصناديق التي تتعامل في تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية والأجال من سندات وأسهم وأدوات مالية أخرى وأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها فهي قليلة المخاطر بوجه عام³.

6- تنشيط بورصة الأوراق المالية، وهذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في ذات الوقت، فمن خلال سوق مالي نشط يمكن تحقيق أهداف الانفتاح الاقتصادي، وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مالي مؤهل لها بقوة ونشاط. بما يسهل عملية توسيع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسة الاقتصادية للدولة.

7- التحول نحو العالمية من خلال تدوير البورصة مستقبلا، فتنشيط البورصة وقوتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر، وهو تدوير البورصة الناشئة بعد إتقان التجربة ونجاحها.

8- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق مع أوضاع المستثمر⁴.

¹ - الشيبلي يوسف عبدالله، مرجع سبق ذكره، ص: 28

² - سلامة زينب السيد، مجلة الإدارة العامة، مجلة دورية محكمة، جامعة الملك بن سعود، السعودية، العدد 104، أبريل 1999

³ Theodore E.Day et Yi wang,2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Proffolios,Journal of Finance,May,51(2),P:128

⁴ - warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with the real estate Mortgage Crisis, Journal of Finane Economics, Volume 80, November 2007, P : 218

ثانيا - الأهداف الخاصة لصناديق الاستثمار:

تختلف أنشطة صناديق الاستثمار باختلاف الأهداف التي تسعى الصناديق إلى تحقيقها، ويشترط القانون على شركات الاستثمار أو البنوك أن تقوم بالمحافظة على نشر هدف الصندوق باستمرار، ويمكن تجميع الأهداف الخاصة بصناديق الاستثمار ارتباطا ببعض أنواع صناديق الاستثمار وهذا لاحقا في مبحث مستقل¹.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب والاستثمار في الصناديق

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني برمته. كما لصناديق الاستثمار مزايا هناك عيوب قليلة لها، ومن هذا المنطلق قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى عنصرين هما:

أولاً - مزايا الاستثمار في الصناديق:

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجاً كبيراً في العالم كله، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص، فقد تعددت الأساليب والأدوات المحققة لهذا الغرض، وانتشر استخدام مصطلحات مثل صناديق الاستثمار، والمخاطر الاستثمارية، والإصدارات وغيرها.

ولقد نجحت هذه الأدوات المختلفة في استقطاب عدد كبير من المستثمرين مما أدى إلى نمو سريع ومتزايد لها، ويعود سبب انتشار هذه الأدوات المستخدمة إلى قدرتها ونجاحها في مواجهة أكبر التهديدات والتحديات التي تواجه عموم المستثمرين وبالذات التحدي المتمثل في رغبة هؤلاء المستثمرين تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل نسبة من المخاطر، ومن المتعارف عليه أن تقليل مخاطر الاستثمار يتطلب التنوع في الاستثمار، لأنه كلما تنوعت وتعددت مجالات الاستثمار كلما قلت المخاطر، وتأتي القاعدة الذهبية المعروفة في هذا الإطار (لا تضع كل بيضك في سلة واحدة)، فالاستثمار المنفرد في مجال واحد تكون مخاطره حتماً أعلى من الاستثمار المتعدد والمتنوع الذي يتميز بإمكانية تغطية خسارة أحد الاستثمارات بأرباح غيرها خلافاً للاستثمار المنفرد الذي قد يهدد المستثمر ويفقده القدرة على مواجهة حالة الخسارة².

وكذلك هدف تعظيم الربح يحتاج لتحقيقه أن تتوافر لدى هذا المستثمر العادي قدرة مالية كبيرة، ودراية ومعرفة بالأسواق تمكنه من الإدارة الحكيمة لأمواله، ولكن الإمكانيات المادية للمستثمر العادي تبقى دائماً محدودة لاقتحام المجالات الاستثمارات الكبيرة المدرة للأرباح، كما أن وضعه الشخصي قد لا يمكنه

¹ - حاسم عبد الكريم، الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل في مؤتمر، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1997، ص: 03

² - هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 63

من الإدارة الحكيمة الواعية سواء بسبب عدم درايته ومعرفته للأسواق، أو بسبب عدم توفر الوقت الكامل المناسب.

ومن هنا تأتي أهمية الاستثمار المشترك، فالمال المتواضع والقليل المتوافر لدى عدد كبير من المستثمرين يصبح أموالاً ضخمة إذا ما تم تجميعها، وكما يقال في الإتحاد قوة، وبالتالي يتحقق الاستثمار الأمثل لهذه الأموال المشتركة، حيث يجب توظيفها في مجالات متنوعة ومتعددة وفي قطاعات مختلفة ويراعى غالباً أن يكون توزيع الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة، أضف إلى ذلك أنه لا يمكن القيام بهذه المهام إلا من جهة متخصصة ذات خبرة استثمارية وكفاءة في إدارة الأموال، لأن نتيجة أعمالها وفق ما هو محدد للصناديق يوجب اعتماد السياسة الاستثمارية التالية:¹

- 1- التقليل من مخاطر الاستثمار وتوزيع تلك المخاطر من خلال تعدد المنافذ والمجالات.
 - 2- تحقيق ربحية عالية نتيجة توافر الحجم الكبير من المدخرات وتوظيفها وفق أسس استثمارية عالية.
 - 3- توافر القدرة على اختيار مجالات الاستثمار ومتابعتها بواسطة خبراء مختصين.
- ولقد ساعد انتشار صناديق الاستثمار بهذا الشكل السريع حيث أسفرت عن تحقيق العديد من المزايا التي جعلتها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات الاستثمارية الأخرى، ومن أهم هذه المزايا ما يلي:

1- إدارة الأصول بواسطة خبراء مختصين:

وهنا يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال.²

2- ملاءمته لشتى شرائح المستثمرين:

حيث أن الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، منها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين.³

3- التوازن بين المخاطرة والعائد:

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم، ولذلك توفر صناديق الاستثمار التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع، لأن عملية التنوع تؤدي إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد، والحماية لأرس المال، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات

¹ - المرجع أعلاه، ص: 64

² - مصطفى علي أحمد، 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

³ - عبد الله الشاملي شمس الدين، ص: 47- 48

متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي يحقق عوائد تميزه عمليا عما سواه من أساليب الاستثمار¹.

4- تخفيض التكلفة وتعظيم العائد:

إن المبدأ الاستثماري الأساسي لصناديق الاستثمار هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساهم إلى حد كبير حركة السوق صعودا وهبوطا ويشمل ذلك التنوع بين القطاعات المختلفة صناعية أو تجارية أو زراعية وغيرها وكذلك التنوع بين أنواع الأدوات الاستثمارية وأيضا التنوع بين مصادر تلك الأدوات، ونظرا لضخامة أموال الصناديق فإنه عندما يتم توزيع التكلفة على الوحدات الاستثمارية يكون ما يلحق الوحدة الاستثمارية ضئيلة جدا، ومن هذا كان من مسلمات عمل مدراء الصناديق أنهم لا يقومون باتخاذ قراراتهم الهامة لاستثمارات الصندوق من بين العديد من الأدوات الاستثمارية إلا بعد إجراء تحليلات مالية، واقتصادية مبنية على دراسة جدوى أنواع الاستثمارات والاتجاهات الاقتصادية، وظروف أرقام العوائد المتوقعة تشجع على الاكتتاب، وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقارنة للتوقعات أو تزيد، وبناء على ثقة المستثمرين بهذه التجارب يفضلون التوجه إلى الاستثمار في الصناديق، وهذا ما جعل الصناديق في تنام مضطرد فكسب ثقة جمهور المستثمرين عمليا بسبب النتائج الإيجابية².

ولا غرور في ذلك لأنها خلاصة التجربة في مجال الاستثمار، ولأن من مسلمات هذا النشاط بأنه لا يمكن إقامته إلا وفق أسس ومعايير عالمية، وأن تقوم على أساس خبرة وتخصص الأطراف الأساسية الواجب توافرها للقيام بنشاط الصندوق واختيار سياسة التنوع التي تحتاج إلى توفير موارد مالية كبيرة لا تتحقق إلا بمثل هذا الصناديق، مع تعليمات وإشراف من الجهات الرقابية واستخدام مؤشرات الأداء العالمية.

5- الإدارة المتخصصة:

من مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالمية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظرا للحجم الكبير للصندوق، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخيارات³.

¹ - سيد عيسى، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، الجزء الأول، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة من 22-23 مارس 1997، ص: 77-78

² - Ben Branch, Jill Sawyer, Closed End fund Performance on the daily basis, Isenberg School of Management Magazine, November, 2006, P : 63

³ - Cooper J Michael, 2003. Changing names With style : Mutual Funds Name Changes and their Effects on Fund Flows, Purdue University. Economics and Management journal. Volume13, Number2.2005.P : 120

6- سهولة الاشتراك والاسترداد:

من مزايا هذه الصناديق أن إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي يبيع على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى، إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ مالية جديدة للاشتراك وفي الفترات التي يرها مناسبة.

7- إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان لتسهيلات ائتمانية (الرافعة):

من المميزات 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 بضمن الصندوق فيستكمل ما يتطله أي مشروع استثماري، وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أن سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار ولذلك يحقق الصندوق أرباحاً إضافية للمستثمرين.

وهذا من الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري، ومعلوم أن الاقتراض بفائدة لا يجوز ولا يمكن التعامل على أساسه في الصناديق الإسلامية لذلك فهي تلجأ إلى بديل مقبول من الناحية الشرعية ينهض بغرض الصندوق.

8- توافر الإفصاح والشفافية:

في الحقيقة إن المستثمر يستفيد من هذه الميزة قبل وأثناء عملية الاستثمار، فالمشرع ألزم صندوق الاستثمار بأن يضمن نشرة الاكتتاب فيه بيانات عديدة، وهو ما يمثل الإفصاح، وهو متوفر لدى المستثمر قبل أن يقدم على الاستثمار في الصندوق. وفي ذات الوقت إذا 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 لصافي أصول الصندوق، وهو ما يجعل المستثمر على معرفة دائمة ومستمرة على عائد استثماره، وبالتالي يستطيع اتخاذ قراره المناسب بخصوص الاستمرار أو التسييل أو زيادة استثماره في وثائق الصندوق¹.

ثانياً - عيوب صناديق الاستثمار:

إن الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار فأهمها²:

1- مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.

2- ارتفاع تكلفة "إدارة" الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة وأن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.

¹ - عبد الله الشامي شمس الدين، مرجع سابق، ص: 48

² - عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، مرجع سبق ذكره، ص 34.

- 3- قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.
- 4- فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.
- 5- نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.
- 6- لم تظهر حتى الآن " شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.
- 7- السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في الشركات المساهمة المزمع إنشاؤها.
- 8- وأخيرا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية يكون عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق.¹
- ورغم تلك الانتقادات فلا يزال العديد من الخدمات المتميزة التي تقدمها صناديق الاستثمار لعل من أهمها:²

أ- نظام المجموعات في الصندوق ذوي النهاية المفتوحة Open end :

هناك نظام جديد للأولويات للتنوع في المضاربة. يمنح للمجموعات المضمونة من صندوق Open end، وعن طريق هذا النظام يمكن للمستثمر أن يدخل إحدى تلك المجموعات، ويختار الاستثمار في اسم الشركات على وجه الخصوص، ومن المحتمل أن تحتوي هذه المجموعات على من يريد أن يمتلك سندات فقط (Bonds)، أو من يفضل أن يمتلك أسهما ذات مخاطر مرتفعة فقط، ومستثمر آخر يفضل أسهما في عدة صناديق متخصصة، مثل الصلب أو البترول أو غيرها، وبعد أن يتم المستثمر اختياره المبدئي، فإنه يعطي لإذن أو يصرح بالتنازل عن أسهمه التي يجوزها ليستبدل بها أسهم شركات مميزة أخرى في نفس الصندوق إذا أراد.

ب- وجود قاعدة كبيرة من المستثمرين:

يؤدي إلى تخفيض التكاليف بشكل ملموس بالنسبة للمستثمرين، وتقليل الأعباء بالنسبة للصندوق بشكل معقول، مما يؤدي أن تكون الأسهم المتاحة ذات سعر منخفض أو معقول لقاعدة كبيرة من المستثمرين، وهذا يؤدي إلى أن تكون إدارة استثمار الصندوق (Funds) معتدلة وتساعد على تقديم خدمات أخرى بجانب عمليات البيع.

¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات وأسهم وسندات وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1995، ص: 301

² - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 35

ج- إعادة التوزيعات:

تؤدي الخطط المتنوعة للاستثمار إلى إعادة استثمار جميع التوزيعات، ويمد صندوق الاستثمار المساهمين فيه بخدمات عديدة، فمعظم صناديق الاستثمار تتيح خطط لتجميع المدخرات التي يمكن للمساهم عن طريقها شراء وثائق صندوق الاستثمار على فترات منتظمة، وذلك بإعادة استثمار التوزيع التي يحصلون عليها بطريقة تلقائية، ويوجد عدد قليل من صناديق الاستثمار التي توافق على استثمار مقدار معين كل شهر.

د- خدمات أخرى:

تقوم بعض الصناديق بعمل الترتيبات اللازمة للمشتري الفردي بنظام لتقسيم وتحويل حسابه الأسمي في حالة الوفاة للموصى له. وتقوم صناديق الاستثمار بتوزيع التقرير المالي السنوي على حاملي الأسهم إذا أرادوا، ويحتوي على الميزانية والدخل وقائمة الأوراق المالية وتصنيف الأوراق المالية للشركات وتحليل الحسابات وشرح محفظة الصندوق من ناحية الأرباح والخسائر والأهداف السياسية الاستثمارية. وهناك العديد من الخدمات الخاصة التي تقدمها صناديق الاستثمار لعملائها وخاصة الصناديق المفتوحة، وهذه الخدمات تحتوي على ما يلي:

- أن يكون هناك خصم من الوعاء الضريبي على هذه المدخرات والأسهم التي يتم استثمارها في الصندوق ذي النهاية المفتوحة.
- وضع أولويات للمجموعات وتقديم نظام الدفع بالتقسيم للمستثمرين قد يصل إلى عام أو عامين.
- تخفيض أعباء الرسوم والمصروفات على قطاع المستثمر الصغير الذي يشتري بالتقسيط.
- إنشاء وكالة للخدمات يضمها الصندوق.

المبحث الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وعمليات الإدارة (تصنيف صناديق الاستثمار):

تتعدد وتنوع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقاً لحاجات وأهداف المستثمرين ورغبتهم، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين هما: صناديق الاستثمار المغلقة Closed end funds، وصناديق الاستثمار المفتوحة Open end funds، لكن تختلف إدارة كل صندوق حسب نوعيته.

تخضع إدارة صناديق الاستثمار بأهمية خاصة لدى المحللين والمراقبين، بالنظر إلى دورها الحاسم في إنجاح عمليات الصندوق وفق ما يوضع من أهداف استثمارية، وسياسات عمل من أجل تحقيق تلك الأهداف، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عندما ندرك بأن المستثمرين القائمين والمحتملين يرصدون نتائج ما تقوم به أولاً بأول خاصة في ضوء المنافسة الشديدة لصناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي. من أجل ذلك تلجأ الجهات المؤسسة للصناديق إلى "استئجار" بيوت خبرة مخترفة لإدارة صناديقها، ويتحمل المستثمرين بسبب ذلك الأتعاب والرسوم المرهقة أحياناً. لذا يتم في هذا المبحث دراسة المطالب التالية:

- المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً للجهة المنشأة لها
- المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات محفظة الأوراق المالية
- المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة
- المطلب الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمحلها و أنواع ثانوية أخرى

المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً للجهة المنشأة لها

وبصفة عامة يوجد نوعين من أنواع شركات الاستثمار وهي شركات الاستثمار المفتوحة، وشركات الاستثمار المغلقة التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة، وفيما يلي عرض لهذين النوعين من الصناديق وذلك على النحو التالي:

أولاً - صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

يرى بعض الكتاب أن صناديق الاستثمار المغلقة، هي صناديق ذات رأس مال ثابت، لأنه بمجرد انتهاء الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو لوثائق الاستثمار، لا يجوز بيع (إصدار) واثق أخرى إضافية، كما لا يسمح لحملة الوثائق من استرداد قيمة مساهمتهم إلا بعد مضي حد أدنى من عمر الصندوق، وهذا النوع من الصندوق لا يتم بيع أو شراء واثقه أو تداوله إلا من خلال سوق الأوراق المالية.

ويرى البعض الآخر أن صناديق الاستثمار المغلقة لها عدد ثابت من الوثائق ولا يجوز لها إصدار وثائق جديدة، أو استرداد لوثائق مصدرة فعندما يتخلى المستثمر عن وثيقته لا بد أن يقوم غيرها بشرائها، وذلك من سوق الأوراق المالية.

وعند تداول وثائق استثمار الصناديق المغلقة في سوق الأوراق المالية فإن المستثمر يتحمل عمولات ومصاريف السمسرة، كما تنشر عادة أسعار وثائق هذه الصناديق في صحف المال يوميا.

أن صناديق الاستثمار المغلقة هي شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق عدد ثابت وأن هذه الوثائق تباع وتشتري من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية¹. إن عدد الوثائق التي تقوم بإصدارها صناديق الاستثمار المغلقة هو عدد ثابت، وأن أسعار هذه الوثائق يتحدد وفق قانون العرض والطلب مثل الأوراق المالية الخاصة بالشركات².

إن شركات الاستثمار المغلقة تشكل صناديق الاستثمار المغلقة، التي تقوم بإصدار عدد محدد من الحصص (الأسهم) ولا تتداول هذه الحصص إلا من خلال سوق الأوراق المالية، وتتحدد أسعارها بناء على قانون العرض والطلب³.

وعادة ما القيمة الصافية للأصول (NAV) Net asset value، في هذه الصناديق بناء على أسعار الأوراق المالية المكونة للمحفظة التي قام الصندوق بتكوينها يوميا، وعند شراء أو بيع حصة في الصناديق، تقوم بدفع أو استلام الثمن بناء على أسعار السوق، بعد إضافة أو خصم عمولة التداول الخاصة. إن شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تشكل صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يجوز لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير، يستثنى من ذلك حالتان نادرتان الحدوث⁴:

- الحالة الأولى: هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهما في السوق.

- الحالة الثانية: هي حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.

ويرجع قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق المنظمة أو غير المنظمة إلى هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من القيمة الصافية للسهم.

وعادة ما تستخدم هذه الصناديق النقدية الفائضة في إعادة شراء أسهمها، إلا أنه غالبا ما تحجم إدارة الصندوق عند شراء (استرداد) أسهمها بهذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم، لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني انخفاض قيمة الأصول الكلية Total asset value،

¹ - Bassam I.Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham The Birmingham Business School, 2002,P: 78

² - عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة، 2006، ص: 11

³ - عمرو حمدي متولي، مرجع سبق ذكره، ص: 12

⁴ - هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار، مرجع سابق، ص: 102 - 112

ونظرا لأن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالي 0.5 %) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها، فإن تصرفها المشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها، وعادة ما يتم حساب قيمة الأصل الصافية في الشركات المغلقة وفقا للمعادلة التالية:

قيمة الأصل الصافية = (القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها - القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض أو سندات) / عدد الأسهم العادية المصدرة = (ص - خ) / ن.
وفي حالة قيام الشركة بإصدار أسهم ممتازة، تحسب قيمة الأصل الصافية في هذه الحالة وفق المعادلة (ص - خ - م) / ن، حيث أن م تمثل القيمة الاسمية للأسهم الممتازة.

وعلى ذلك فالطريق الوحيد لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها، هو القيام بإصدار أمر للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بتنفيذ الأمر، أما في السوق المنظمة (البورصة) التي تتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق غير المنظمة.

وهذا يطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام، التي تنشر قيمتها السوقية يوميا في صحف المال، ويمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة يكون لحملةها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم، ويضع قانون شركات الاستثمار الأمريكي الصادر عام 1940 حد أقصى لم يمكن أن يصدر من تلك الأوراق، فقيمة أصول الصندوق يجب أن تمثل 300 % على الأقل من قيمة السندات المصدرة، 200 % من قيمة الأسهم الممتازة المصدرة، وجدير بالذكر أن إضافة الأسهم الممتازة والسندات إلى هيكل رأس مال الصناديق يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد المتولد عن استثمارات الصندوق، وهو ما يترك أثره عندما يكون معدل العائد على الاستثمار الذي يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة، إلا أنه إذا كان معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة، فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة، وذلك لمفهوم المتاجرة بالملكية أو ما يطلق عليه الرمح المالي.

ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقا لانقضاء الشركة، وأن التوزيعات والفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة يتم توزيعها بالكامل على حاملي الأسهم، ومع هذا فإن معظم الشركات تسمح بل وتشجع على إعادة استثمار تلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية يتحدد عددها بناء على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس على القيمة السوقية للسهم.

كما أسهم هذه الصناديق قد تباع بخصم وذلك في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم عن قيمة الأصل الصافية. كما تباع بعلاوة في حالة حدوث العكس.

ونرى أنه يمكن من خلال المناقشات السابقة حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها

على النحو التالي:

- 1- إن شركات الاستثمار المغلقة هي التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة ويسمح لهذه الشركات بإصدار السندات والأسهم الممتازة.
- 2- إن عدد الأسهم هذه الصناديق هو عدد ثابت لا يتغير، ويستثنى من ذلك حالتان نادرتا الحدوث هما قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة، وقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق.
- 3- لا يتم تداول أسهم هذه الصناديق إلا من خلال سوق الأوراق المالية وذلك وفقا لقانون العرض والطلب.
- 4- إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

ثانيا - صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

إن صناديق الاستثمار المفتوحة تقف مستعدة دوما لإصدار أسهم جديدة واسترداد الأسهم السابق طرحها وذلك وفقا لقيمة السهم الصافية عادة ما يطلق على صناديق الاستثمار المفتوحة الصناديق المشتركة، وعادة ما تتم التفرقة بين نوعين من هذه الصناديق وهما الصناديق المحملة (Load funds) الصناديق غير المحملة (No load funds) فالصناديق المحملة هي التي يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها والصناديق غير المحملة لا يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها¹.

كما أن هناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، حيث نرى أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر يشتري السهم ويبيعه إلى شركة الاستثمار مباشرة دون الحاجة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، ولذلك لا بد من توافر سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات، لأنه إذا كان موقف السيولة لهذه الشركات ضعيف ستضطر إلى تصفية جزء من أوراقها المالية لتدبير السيولة لمواجهة حالات الاسترداد.

كما أنه يوجد اختلاف آخر أنه قد يحصل المستثمر في الصناديق المغلقة على نوع من الربح لا يتواجد مع الصناديق المفتوحة، ويتمثل ذلك الربح في الربح المحقق لو كان المستثمر اشترى أحد الأسهم بخخص (سعر السهم في السوق أقل من قيمة الأصل الصافية) وبالقطع لا توجد هذه الحالة في الصناديق المفتوحة حيث لا تباع أسهمها مطلقا بخخص.

ويشير (MAYO) إلى اختلاف ثالث بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة ويتمثل ذلك الاختلاف في تكلفة الاستثمار، حيث يرى أن الصناديق المفتوحة قد تباع برسوم يتحملها المستثمر عند شرائها (LOAD FUNDS)، أي هناك رسوم تضاف إلى قيمة الأصل الصافية عند الشراء ولا شك أن ذلك يؤثر على تكلفة الاستثمار².

¹ - أحمد حسن الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص: 25

² - عماد محمود النقيب، صناديق الاستثمار المشتركة "الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية، وكالة الأبناء الكويتية "كونا"، ديسمبر 1994، ص: 125

تتسم صناديق الاستثمار المفتوحة بأن عدد أسهمها غير محدد فيمكنها إصدار المزيد من الأسهم واسترداد أسهم المستثمرين في أي وقت، وذلك طبقاً لقيمة السهم الصافية. وقد تقوم هذه الصناديق بتسويق أسهمها بواسطة رجال بيع أو سمسرة أو بنفسها وذلك مقابل رسوم يتحملها المستثمر "load funds" وقد تصدر هذه الأسهم دون تحصيل رسوم من المستثمر ويطلق عليها في هذه الحالة "no load funds"¹.

إن شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تدير عدداً من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة، وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم أموال المستثمر في الصندوق غير محدد، ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، ولا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائماً لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم، أو إصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين وهو ما تسعى الإدارة إليه حيث يتم احتساب أتعابها على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق، كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر الذي تشتري به الشركة أسهمها، عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم، أما السعر الذي يباع به السهم فيساوي أيضاً قيمة الأصل الصافية للسهم إذ لم تكن هناك مصروفات شراء، أما إذا كان هناك مصروفات للشراء فإن سعر السهم سوف يساوي قيمة الأصل الصافية مضافاً إليه قيمة تلك المصروفات².

وتنقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رجال البيع أو بيوت السمسرة) في مقابل رسوم الشراء يدفعها المستثمر "loading funds"، وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو بالبريد، ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء "no loading funds".

ومن العيوب التي تتعرض لها شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة هي ضرورة توافر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكن للشركة من دفع قيمة استردادات أسهمها في أية لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، وغني عن البيان أنه كلما ارتفع مستوى السيولة كلما 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.

ونرى من خلال المناقشات السابقة يمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها

على النحو التالي:

¹ - حسن محمد الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، الفطافطة للدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001، ص: 28

² - هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار، مرجع سابق ص: 113 - 137

- 1- أن شركات الاستثمار المفتوحة هي التي تشكل صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ولا يسمح لهذه الشركات بإصدار السندات.
- 2- أن عدد الأسهم لهذه الصناديق عدد غير ثابت، وتقف هذه الصناديق دوماً على استعداد لاسترداد ما سبق وإن أصدرته من أسهم، ويتم الاسترداد عادة وفقاً لقيمة السهم الصافية مما يتطلب دوماً الاحتفاظ بمستوى ملائم من السيولة.
- 3- أن هذه الصناديق تنقسم عادة إلى صناديق محملة (لها رسوم شراء) وصناديق غير محملة (ليس لها رسوم شراء).
- 4- أن أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات محفظة الأوراق المالية:

هناك إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار طبقاً لمكونات محافظتها من الأوراق المالية إلى الأنواع التالية:

أولاً - الصناديق ذات النوعية الواحدة:

تتكون محفظة هذه الصناديق من نوع واحد من الأوراق المالية كالأسهم أو السندات أو الأدوات النقدية، وضرورة النص صراحة على ذلك في نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق، ويتحدد ذلك النوع من الأوراق المالية حسب الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها، والسياسات الاستثمارية المرشدة لاختيار الأوراق المالية، وقد يطلق على الصندوق اسم الأوراق المالية المكونة لمحفزته كما يلي:

1- صناديق الأسهم العادية:

على الرغم من صناديق الأسهم العادية (common stock funds) تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف 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 المؤسسات العاملة في صناعة معينة بل وربما المؤسسات العاملة في منطقة جغرافية معينة... وهكذا.

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرارية يقظة لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارية ويقظة تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمته الحقيقية. لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات

الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر.¹

2- صناديق السندات:²

تستثمر صناديق السندات الأموال في عدة أنواع من السندات والتي تمثل سندات أذنية من الشركة أو الهيئات الحكومية مقابل المبالغ التي يتم إقراضها. والهدف الأولي من أي صندوق سندات هو الدخل من الفائدة المدفوعة على القروض وتتغير قيمة أي سهم بشكل دائم في اتجاهه الذي عادة ما يصعب التنبؤ به، أم دخل الفائدة على أي سند فهو محدد مسبقا ويمكن الاعتماد عليها إذا لم تمر الشركة أو الهيئة الحكومية بصعاب مالية، لذا فيطلق على السندات في بعض الأحيان أوراق مالية ثابتة الدخل وقد يشار إلى صناديق السندات بصناديق الدخل الثابت.

صناديق السندات عادة ما تكون أقل تقلبا وأقل عرضة للمخاطر من صناديق الأسهم، فكثيرا ما يقوم المستثمرون باختيارها خاصة أولئك المستثمرون الذين يكمن هدفهم الأساسي في الأمان. وبالتالي يفكر المستثمرون في صناديق السندات من أجل الأهداف الاستثمارية قصيرة الأجل. وبالإضافة إلى ذلك قد يفضل العديد من المستثمرين الحفاظ على جزء من أموالهم في السندات طوال الوقت كنوع من الحماية ضد التقلبات الكبيرة الغير متوقعة في البورصة.

ويمكن تقسيم صناديق السندات إلى أربعة أنواع هي:³

أ- صناديق السندات المحلية:

وهي صناديق تتكون من نسبة كبيرة من السندات المحلية أي التي تصدرها الحكومات المحلية ونسبة ضئيلة من السندات الأجنبية، وتنقسم هذه الصناديق بدورها إلى: صناديق ذات تفضيلات لتوزيعات العائد، وصناديق ذات تفضيلات لتنمية رأس المال.⁴

ب- صناديق السندات الدولية:

وهي صناديق تشتمل على نوعين من المحافظ، الأول: محافظ مكونة من سندات دولية فقط، والثاني: محافظ متنوعة بين سندات دولية ومحلية.

ج- صناديق سندات ذات عوائد دورية:

وتحقق هذه الصناديق ميزة للمستثمرين وذلك بتمكينهم من الحصول على عوائد دورية بصفة منتظمة.

¹ - منير إبراهيم المهدي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، تم نشر الكتاب برعاية المؤسسة العربية المصرفية ABC، البحرين 2001، ص: 120 - 121.

² - جوليت فريلي، ترجمة خالد العامري، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، 2001، ص: 49.

³ - نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2007، ص: 102.

⁴ - نشأة عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، ج2، 1994، ص: 13.

د- صناديق سندات خاصة:

وتشكل هذه الصناديق نوعين من محافظ الأوراق المالية:

الأول: صناديق سندات الدرجة الأولى وتتكون من سندات حكومية مضمونة من الحكومة وعادة ما يكون دخل هذه الصناديق معفى من الضرائب.

الثاني: صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وتهدف إلى الاستفادة من المميزات التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم.

هذا ومن الجدير بالذكر أنه توجد صناديق سندات مفتوحة وأخرى مغلقة بينما تحاول صناديق السندات المفتوحة الاستفادة من ميزة الإدارة الفعالة لحفظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق، فإن صناديق الاستثمار المغلقة عادة ما يكون لديها محافظ ثابتة تتضمن عادة سندات محلية وأسهم وبعض الشركات.¹

3- صناديق المؤشر:

هي الصناديق التي تكون محافظها من أسهم المؤشر المتعارف عليه في السوق مثل داوجونز، نازداك، ويرجع السبب في ذلك إلى سهولة متابعة حركة الأسهم عن طريق متابعة حركة المؤشر الذي يعكس اتجاهات السوق، مما يسهل على المستثمرين متابعة ومراجعة أداء محفظة الصندوق.

4- صناديق سوق النقد:

يقصد بصناديق سوق النقد تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة التعامل في تلك الأوراق.

ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1973، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق إلى مستوى مرتفع لم يسبق لها الوصول إليه. وهذا للاستجابة لاحتياجات المستثمرين المحافظين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

وتختلف أهداف هذه الصناديق من صندوق لآخر، فمنها ما يهدف إلى تحقيق عائد يقارب العائد المحقق في صندوق النقد عن الودائع قصيرة الأجل والمعروفة باسم Overnight، ولتحقيق ذلك تستثمر هذه الصناديق في أذون الخزانة الحكومية وشهادات الإيداع التي تصدرها البنوك والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات الكبرى.

كما أن هذه الصناديق توفر للمستثمر ميزة هامة، حيث أنها تعطيه الحق في السحب منها في أي وقت يشاء دون التعرض للغرامة، بل أتاحت هذه الصناديق للمستثمر حرية تحرير شيكات يسحب بها.

¹ - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

ويتم ذلك عن طريق عقد يجمع بين الصندوق وأحد البنوك الذي من خلاله يقوم المستثمر برد عدد من الوثائق التي يمتلكها تساوي في قيمتها المبلغ المسحوب، ويشترط أن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق.^(*)

ورغم ما تحققه هذه الصناديق من مزايا للمستثمرين، فإنه يلاحظ أن هؤلاء المستثمرين معرضين من خلال هذه الصناديق إلى نوعين من المخاطر: مخاطر الضمان، مخاطر السيولة.

ثانيا - الصناديق المتوازنة:

إن الصناديق المتوازنة تهدف إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية وهي الحفاظ على أموال المستثمرين، دفع عائد جاري للمستثمرين، تحقيق النمو الأجل الطويل على الأموال المستثمرة، الصناديق المتوازنة تحقق تلك الأهداف لذلك عادة ما تضم محفظة تلك الصناديق من السهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، كما أن الصناديق المتوازنة هي خليط من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم وعادة هذه النسبة هي 50 % لكل منهما، فالأسهم تحقق مبدأ النمو على الأموال المستثمرة بينما تحقق السندات عائد دوري.

إن هذه الصناديق هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي تمكنها من تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم وكذلك المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرب لاستثماراتهم، ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم، أسهم دخل وأسهم نمو، وعادة ما تكون القيمة الكلية لأسهم النوعين متساوية، أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشترى بها أوراق مالية تدر عائدا دوريا مرتفعا في حين تستخدم حصيلة النمو في شراء أسهم شركات عرف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح وعادة ما تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشر سنوات وعشرين سنة، وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة.

ويحصل حملة أسهم الدخل على عائد يتمثل في جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولدة من التشكيلة دون النظر إلى إذا ما كان العائد المتولد مصدره أسهم الدخل أو أسهم النمو، وعند انقضاء الصندوق لانتهاؤ فترة مباشرة نشاطه يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الاسترداد المحددة، وتمثل قيمة الاسترداد في قيمة الاستثمار الأصلي مضافا إليها أي دخل تحقق في سنة ماضية، ولم يتم توزيعه على حملة الأسهم، أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما تبقى من قيمة التشكيلة المكونة للصندوق.

ثالثا - الصناديق المتخصصة:

هي عبارة عن الصناديق التي تخصص في استثمار أموالها في قطاع معين من القطاعات الاقتصادية، لذلك فقد تسمى أحيانا بالصناديق القطاعية، كأن تتكون محفظة الصندوق من أسهم قطاع الكيماويات

(*) عادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال هذه الصناديق كبير نسبيا حتى يصل هذا الحد إلى عشرة آلاف دولار في الولايات المتحدة الأمريكية. (أنظر: منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 1994، ص: 37).

فقط أو التكنولوجيا، المرافق، التعدين، البنوك، السياحة، النقل، التأمين،. وتلبي هذه الصناديق احتياجات فئة المستثمرين المتفائلين. بمستقبل صناعة معينة ولديهم الاستعداد لتحمل مخاطرها في سبيل الحصول على العائد المحقق منها، وقد يمتد التخصص في الاستثمار إلى التخصص الجغرافي، بحيث يتخصص الصندوق في الاستثمار في أسواق منطقة جغرافية معينة كالاستثمار في بورصات شرق آسيا مثلاً أو في البورصات الأوروبية، بحيث تتكون محفظة الصندوق من الأوراق المالية بهذه المناطق فقط، ولذلك فقد توجد صناديق محلية وأخرى إقليمية وثالثة دولية حتى نصل إلى الصناديق الكونية التي تعتبر العالم كله بمثابة سوق واحد فقط.

رابعا- صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق الاستثمارية الأخرى، هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي لا تتعارض مع فكرة الاستثمار الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، وتقوم المؤسسة المالية (مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية) والتي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية نشاط محدد. وتبين جدوى الاستثمار فيه، ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين الصندوق والمكتتبين هو عقد المضاربة الشرعية¹.

وبذلك فإن صناديق الاستثمار الإسلامية تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط بين المكتتبين به والذين يمثلون أرباح المال والذين يحصلون على (وحدات الاستثمار) تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، وتقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي لا تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار الإسلامي، وتتم مراحل النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل التالية:

أ- قيام المؤسسة المالية الراغبة في إنشاء صناديق الاستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة أو نشاط معين وإعداد للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها.

ب- بعد ذلك تقوم بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه وتعد نشرة الإصدار التي تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط الاستثمار فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه.

ج- يقسم رأس المال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات متساوية القيمة الاسمية) ويتم طرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكا بحصة في رأس المال

¹ - حسن محمد الفطافطه، صناديق الاستثمار في الدول العربية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ط1، عمان، 2001، ص: 46

الصندوق الاستثماري بنسبة العدد الذي يمتلكه فيها وتصدر هذه الصكوك عادة باسم مالكيها وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيه، والهبة والرهن وغير ذلك من المتصرفات المقررة شرعا.

د- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ باستثمارها في المجالات المحددة في نشرة الإصدار، وعند تحقيق الأرباح تقوم بتوزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسب والكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك¹.

ويلاحظ أن صناديق الاستثمار الإسلامية تتشابه مع صناديق الاستثمار الأخرى في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المتعددة لكنها تختلف عنها في الصيغة الاستثمارية بها، حيث تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار مواردها استثمارا حقيقيا على الأغلب. وكما هو موضح في الاستعراض السابق إلا أن هذا لا يمنع صناديق الاستثمار الإسلامية من توجه استثماراتها إلى الاستثمار غير المباشر مثل تكوين محافظ أوراق مالية، وينتشر هذا النوع من الصناديق في دول الخليج العربي وفي مقدمتها المملكة العربية السعودية.

خامسا - صناديق سندات المحلية:

تشتمل محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على السندات التي تصدرها المجالس المحلية والبلديات لما تتمتع به من مزايا الإعفاء الضريبي، وهي منتشرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتجذب المستثمرين الذين يخضعون لشرائح ضريبية مرتفعة لتقليل المبالغ المدفوعة للضرائب في فترة زمنية معينة خلال مدة تمتع الصندوق بالإعفاء الضريبي، مع الأخذ بالحسبان أن هذه الصناديق عادة لا تجري توزيعات سنوية، ولكن يعاد استثمار الأرباح ويوزع على حملة وثائقها أسهم مجانية، ويلاحظ أن صناديق سندات المحلية قد تدخل ضمن صناديق السندات في التصنيفات الأخرى².

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة:

يتم تحديد أهداف صناديق الاستثمار من نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق ويتحدد الهدف بطريقة تجذب فئة معينة من المستثمرين وفقا لاحتياجاتهم ورغباتهم، والأهداف التي تسعى الصناديق الاستثمارية لتحقيقها تكمن في هل هدفه نمو رأس المال أو الحفاظ على رأس المال أو هما معا، وعلى ذلك فإن صناديق الاستثمار حسب أهدافها تنقسم إلى الأقسام التالية:³

¹ - أحمد حسن الحسيني، صناديق الاستثمار، "دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص: 21

² - محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط1، 2009، ص: 42

³ - عبد الرحمان بين عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دراسة تطبيقية مقارنة، دار الفوائس النشر، عمان، ط1، 2010، ص:

أولاً - صناديق النمو:

إن صناديق النمو هي تلك الصناديق التي تهدف إلى تحقيق مكاسب رأس مالية بهدف نمو رأس مال الصندوق، بمعنى أن لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو مضارب هادفة للاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية.

إن صناديق النمو تركز على قيمة الأصول أقل من تركيزها على عائد تلك الأصول، ولذلك عادة ما تحتوي محافظ تلك الصناديق على الأسهم العادية وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات صغيرة تتمتع بإمكانيات نمو محتملة. وتنقسم صناديق النمو إلى عدة أشكال، فهناك صناديق النمو القوية، وهذه الصناديق تستثمر أموالها في أسهم شركات الصناعات الجديدة، والشركات التي تمر بأوقات صعبة، أو تقدم منتجات غير مشهورة وتستهدف الحصول على عائد رأس مالي وليست توزيعات دورية. كما توجد صناديق النمو والتي تهتم بالعائد الرأسمالي وليست التوزيعات، ولذلك تستثمر أموال الصندوق في أسهم شركات تهتم بالنمو وليس التوزيعات ولكن بصورة أقل حدة من صناديق النمو القوي.

كما توجد صناديق نمو وعائد في نفس الوقت وهي تسعى إلى الاستثمار في أسهم شركات تهدف إلى نمو رأس المال ولكن في نفس الوقت تقوم بتوزيع الأرباح.¹

ثانياً - صناديق استثمار الدخل:²

إن هذه الصناديق تهدف إلى الحصول على عائد تستمد من الأوراق المالية (توزيعات أرباح من الأسهم وعوائد السندات)، ولذلك تتجه هذه الصناديق لاستثمار في إصدارات الأوراق المالية للشركات المستقرة من الدخل، كما أن هناك نوعين من صناديق الدخل.

النوع الأول: هي صناديق الدخل الثابت عادة ما تتضمن محفظة تلك الصناديق أوراق مالية ذات دخل ثابت مثل السندات والأسهم الممتازة، وتعد مخاطر هذه الصناديق منخفضة جدا.

النوع الثاني: وهي صناديق الدخل وعادة ما تهدف هذه الصناديق إلى توليد عائد لحملة وثائقها، وتتضمن محفظة تلك الصناديق على السندات والأسهم العادية والأسهم الممتازة ويرتفع عائد تلك الصناديق في نظر ارتفاع مخاطرها، نظرا لاحتواء المحفظة على أسهم عادية بجانب السندات والأسهم الممتازة.

ثالثاً - صناديق الدخل والنمو:

وتجمع هذه الصناديق بين الهدفين السابقين أي المحافظة على أصول الصندوق مع تحقيق نمو في رأس مال الصندوق عن طريق الاستثمار الآمن طويل الأجل، وهنا يعني أن الصندوق يقبل بمخاطر أقل من تلك المخاطر المقبولة في صناديق الاستثمار ذات الهدف الواحد وهي صناديق النمو.

¹ - فريدة بن يوسف زيني، 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 - عصرا جلال عصرا، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مدخل مقارن، دار التعليم العالي، 2010، ط1، الإسكندرية، ص 73.

وكمثال على ذلك فإن الصناديق الاستثمارية في الأسهم المصرية (المحلية)، كما هو موضح في الجدول رقم (01) كلها تهدف إلى تنمية رأس المال.¹

الجدول رقم (3/1): بيانات صندوق الاستثمار الأول للبنك المصري الخليجي

اسم الصندوق	صندوق أسواق المال بالجنيه المصري
الاسم المختصر	النقد بالجنيه المصري
هدف الصندوق	تنمية رأس المال لمستثمر على المدى القصير بشكل يزيد عن المؤشر القياسي من خلال الاستثمار في أدوات مالية منخفضة المخاطر.
سياسة الصندوق	ودائع الأجل، سندات حكومية، شهادات الإيداع، أوراق الخزينة وأدوات أسواق المال الأخرى.
مدير الصندوق	العربي الو
أيام العمل	أيام العمل للبنك في مصر
فئة الصندوق	أسواق النقد بعملات محلية
تصنيف الصندوق	الدخل
العملة الأساسية	الجنيه المصري
تاريخ الابتداء	2000/05/31
سعر الابتداء	10.00
الفئة الفرعية للصندوق	/
مقياس الجودة للصندوق	لمدة شهر libor سعر
آخر تحديث	2002/10/14

المصدر: الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية المصرية

رابعا - صناديق إدارة الضريبة: Tax- managed funds

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعاؤها الضريبي 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 قد يلائم المستثمر الذي

¹ - عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سبق ذكره ص: 105

يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي¹.

خامسا - الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم، ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية نفقات معيشتهم، والمستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، لذلك يصدر الصندوق من أجل تلبية تلك الأهداف عند إنشائه نوعين من الأسهم:

- أسهم دخل يتوقع أن يتولد عنها دخل.

- أسهم نمو يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية.

وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوع المتساوية، أما حصيلة بيع الأسهم، فيختلف استخدامها وفقا لنوعيتها، فحصيلة بيع أسهم الدخل تخصص لشراء أوراق مالية تدر عائدا دوريا مرتفعا، وحصيلة بيع أسهم النمو تخصص لشراء أسهم الشركات التي تحيل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة، وعادة تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشر سنوات وعشرين سنة.

سادسا - الصناديق المتحفظة (المتحفظة):

تتسم السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطر حيث يشترط في السياسة الاستثمارية المطبقة تحقيق الأمان والاستقرار للمستثمرين، وينعكس ذلك على تكوين المحفظة حيث تصبح السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة هي المسيطرة على المحفظة، وقد تستحوذ الأسهم العادية للشركات الكبيرة المستقرة على نصيب محدود من أموال المحفظة وذلك في سبيل ضمان تدفق عائد ثابت لفترة زمنية طويلة مع تدنية المخاطر، وعادة ما يكون المستثمرون في هذه النوعية من الصناديق من كبار السن والمحالين على المعاش والذين يخططون للتقاعد المبكر لحاجتهم إلى الدخل الدوري الثابت لتغطية نفقات العلاج والمعيشة².

سابعا - صناديق النمو الهجومية:

الهدف الأساسي لهذه الصناديق الحصول على نمو كبير في رأس المال الصندوق أو قيمة أصوله التي تتألف غالبا من أسهم عادية ذات إمكانية أو توقعات ارتفاع قيمتها من جهة، وارتفاع مستوى الخط المصاحب من جهة أخرى، ولا تهتم هذه الصناديق بالموازنة أو الدخول الجارية، وأما الأسهم التي يتم اختيارها لهذه الغاية فيمكن أن تتضمن بصورة واضحة أسهم شركة جديدة وأسهم لقطاعات لا تحظ عند

¹ - محمد عوض عبد الجواد و علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة "أسهم-سندات-أوراق مالية"، دار المناهج، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص: 48

² - محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 43

طرح الصندوق بشعبية كبيرة، غير أنه ينتظر منها أن يتغير الأمر خلال الفترات القادمة بشكل إيجابي، ويمكن أن تتضمن هذه الصناديق بعض الأدوات الاستثمارية الجديدة المعروفة بارتفاع مستوى العلاقة بين العائد والخطر فيها والتي يجري تشغيل عامل الرفع فيها الخيارات وحقوق الاختيار، وبالنظر إلى اهتمام هذه الصناديق أساساً بنمو القيمة الرأسمالية، فإن البعض يطلق عليها اسم صناديق النمو الرأسمالي المتعاضد، وغني عن البيان أن دور الإدارة المحترفة في هذا الشأن يكون بالغ الأهمية، وإذا فشل توقعاتهم أو حدوث تطورات سلبية في السوق يعرض الأصول المستثمر بها لخسائر قد تكون جسيمة فعلاً، ومن ثم فإن المستثمرين في هذه الصناديق يغلب أن يكونون من فئة المضاربين القادرين على تحمل الخسائر الكبيرة. والذين يتمتعون بقدرات تمويلية مميزة إضافة إلى كونهم من الفئات العمرية الشابة، والذين لا يحتاجون إلى دخول جارية من استثماراتهم وخاصة في الأجل القصير.

المطلب الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لخلوها وأنواع ثانوية أخرى

وتتمثل فيما يلي:

أولاً - تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لخلوها:

1- صناديق الاستثمار المحلية¹: يمكننا أن نعرف صناديق الاستثمار المحلية بأنها تلك الصناديق التي توجد في بلد واحد، وهي البلد التي أسست فيها، وليس لها أي نشاط خارج تلك البلد. فالمعيار هنا في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثمار محلي، أو صندوق استثمار دولي هو نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد التي تأسس فيها، كان الصندوق محلياً، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذه البلد إلى أخرى، كان الصندوق دولياً.

وإذا نظرنا إلى أعداد صناديق الاستثمار المحلية نجدها هي الأكثر على مستوى العالم، وعلى مستوى أي بلد، ذلك أن صناديق الاستثمار الدولية -وكما سي طرح لاحقاً- تحتاج لمقومات أكبر، وأكثر من تلك التي تحتاج إليها صناديق الاستثمار المحلية، وبالتالي تكون صناديق الاستثمار المحلية هي الأكثر شيوعاً من صناديق الاستثمار الدولية، وتعد هذه الأخيرة هي الأكثر تميزاً، وذلك حسب نشاطها الذي يقوم به.

2- صناديق الاستثمار الدولية²: مع تزايد طموح بعض المستثمرين من جانب وازدياد فرص الاستثمار الدولية من الجانب الآخر، أصبح الاستثمار الدولي محط اهتمام ورغبة الكثير، وذلك بهدف تحقيق معدل عائد مرتفع يصاحبه مخاطر مرتفعة وتكاليف مرتفعة أيضاً، وبالتالي ظهرت صناديق الاستثمار الدولية لتلبي مثل هذا الاحتياج لمثل هؤلاء المستثمرين.

¹ - مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكليف الشرعي، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، ص: 118

² - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 301

ففي الماضي كان المستثمرون يتجنبون الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، وذلك للتكلفة العالية للتعامل عليها وكذلك عدم توفر المعلومات المتعلقة بها، أما في الحاضر وبعد طفرة الاتصالات والمواصلات التي يعيشها العالم اليوم، وكذلك عصر المعلومات والانترنت والكمبيوتر الذي ينمو بسرعة فائقة جدا، أصبح ظهور صناديق الاستثمار الدولية واتساع التعامل عليها واقعا لا يمكن الالتفات عنه، بل يجب دراسته وتحليل معطيائه، للوصول إلى نتائج قد تكون في صالح المستثمر في الأوراق المالية سواء في الداخل أو في خارجها .

فكما أن هناك صناديق استثمار محلية توجد في بلد واحد، وهي البلد التي أسست فيها، فإنه في المقابل هناك صناديق استثمار دولية وأجنبية توجد في أكثر من بلد بالإضافة للبلد التي أسست فيها. هذا ويتأثر العائد الذي يحصل عليه المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية بتغير سعر الصرف، إذ يزيد العائد كلما انخفض سعر صرف عملة الدولة الأجنبية المستثمر فيها، وبالتالي يكون إقبال المستثمرين في الأوراق المالية في الدولة الأجنبية في ازدياد خلال فترات ضعف العملة المحلية لهم أمام العملة الأجنبية، في الوقت الذي ينخفض فيه الإقبال على الاستثمار في تلك الأوراق خلال فترات قوة العملة المحلية أمام العملة الأجنبية.

وهناك صناديق استثمار دولية لا يقتصر استثمارها على الأوراق المالية الخاصة بدولة أجنبية معينة واحدة بل يمتد ليشمل العديد من الأوراق المالية في أكثر من دولة ويطلق على مثل هذه الصناديق "صناديق الاستثمار العالمية"، ويشهد هذا النوع نموا مطردا في السنوات الأخيرة نظرا لانخفاض المخاطر به نتيجة التنوع الدولي، ونظرا لانعكاس معدلات النمو العالمية لاقتصاديات الدول المستثمر بها على أوراقها المالية المشكلة للصندوق، وبالتالي انعكاسه على العائد المتحقق منها.

ثانيا - أنواع ثانوية أخرى لصناديق الاستثمار:

تناولت الدراسات أنواعا أخرى من الصناديق نذكرها فيما يلي:

1- حسب الشكل القانوني والجهة المنشئة:

توجد الصناديق التي تنشئها البنوك وأخرى تنشئها شركات التأمين، وقد يتخذ الصندوق شكل الشركة المساهمة أو يكون وحدة تنظيمية مستقلة بداخل الجهة المنشئة له، وقد يكون الاكتتاب في وثائق الصندوق مغلقا على فئة معينة من المستثمرين أو مفتوح من خلال الاكتتاب العام لجمهور المستثمرين، كذلك فهناك الصناديق العائلية التي تنشئها عائلة واحدة أو مجموعة عائلات كما في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تسيطر 27 عائلة على 63 % من أصول الصناديق في عام 1996 منها عائلة Fidelity advisors distributors، التي تسيطر وحدها على 225 محفظة و 302 صندوق بإجمالي 427 بليون دولار.

2- حسب تحصيل مصاريف البيع للعميل: Load – no load fund

هناك الصناديق التي تقوم بتسويق وثائقها عن طريق منافذ التوزيع والتي عادة ما تكون بيوت السماسرة أو رجال البيع مقابل تحصيل المستثمر مصاريف البيع والتسويق عند شرائه الوثيقة، أما النوع الثاني من الصناديق فيتولى تسويق إصداراته من خلال الإعلان والترويج بالوسائل المختلفة بدون تحميل المستثمر رسوما للشراء، وقد تحصل بعض الصناديق رسوما بسيطة لتغطية أعبائها.

3- يضاف لما سبق الصناديق التي تستثمر أموالها في وثائق الصناديق الأخرى:

وتلك التي تركز على الاستثمار في أوراق مالية تجمع سمات معينة من حيث النمو والقيمة والحجم. وتوجد صناديق الأداء وهي من النوع الهجومي وتخضع مكونات محافظها المالية للتغيير المستمر لأحداث تحسين الأداء ورفع القيمة السوقية لها، وتحقيق الأرباح الرأسمالية مهما صغر حجمها طالما أنها تغطي تكاليف العمليات وقد تكون الصناديق ممتدة أو محددة المدة.

ويلاحظ أن اختلاف الدراسات في تحديد أنواع الصناديق يرجع إلى تباين المعايير التي اعتمد عليها كل منها في تحديد تلك الأنواع، وأن المعايير الرئيسية المستخدمة في عملية تقسيم الصناديق هي:

- أ- الأهداف التي يسعى الصندوق لتحقيقها.
- ب- مدى التباين النسبي في رأس مال الصندوق.
- ج- مكونات محفظة الأوراق المالية للصندوق.
- د- السياسات الاستثمارية المطبقة.
- هـ- الشكل القانوني للصندوق والجهة المنشئة له.
- و- مدى تحصيل العميل لمصاريف البيع.

وبناء على ما سبق يلاحظ أن صناديق الاستثمار في الواقع العملي لا تتخذ تصنيفا واحدا وإنما تنتمي إلى عدة أنواع في آن واحد، فقد يهدف الصندوق إلى الدخل ولا يسمح باسترداد الوثائق للحفاظ على ثبات رأس المال مع تركيز مكونات المحفظة على السندات Bond fund وتم إنشائه بواسطة أحد البنوك التجارية ولا يحمل العميل مصاريف البيع No load fund.

المبحث الرابع: عمليات وأسس إدارة صناديق الاستثمار

إن إدارة صناديق الاستثمار تحظى بأهمية خاصة لدى المحللين والمراقبين، بالنظر إلى دورها الحاسم في إنجاح عمليات الصندوق وفق ما يوضع من أهداف استثمارية، وسياسات عمل من أجل تحقيق تلك الأهداف، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عندما ندرك بأن المستثمرين القائمين والمحتملين يرصدون نتائج ما تقوم به أولاً بأول، خاصة في ضوء المنافسة الشديدة لصناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي. من أجل ذلك تلجأ الجهات المؤسسة للصناديق إلى "استئجار" بيوت خبرة محترفة لإدارة صناديقها، ويتحمل المستثمرين بسبب ذلك الأتعاب والرسوم المرهقة أحياناً. لذا يتم في هذا المبحث المطالبين الآتيين:

المطلب الأول: عمليات صناديق الاستثمار

المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

المطلب الأول: 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 أن 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 الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر، لأن بإمكان المدير

¹ - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشترطها بالسعر السوقي، فهو عندئذ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد، وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج.

ثانيا - الرسوم على المشتركين:

تفرض صناديق الاستثمار أحيانا رسوما على المشتركين لتغطية جزءا من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعملية توظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في السوق المنظمة طريقة فرض رسوم ابتداء عند الاشتراك وتسمى **Load fund**، وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتبنى 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 كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوما على الدخول أو الخروج، وتسمى هذه الصناديق **No load fund**، وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق¹.

ثالثا - الاسترداد والتداول:

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب لصناديق الاستثمار، فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرائق فعالة لتحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية. أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة. ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون باسترداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق. ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقاة لا تدر عائدا للصندوق (أولا تدر عائدا مجزيا لقصر أجلها) لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، ويفترض أن جزءا كبيرا من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه ولذلك فإن السيولة المستبقاة تكون عند الحد الأدنى، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع فترات الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه. ومع ذلك فإن المدير يواجه أحيانا حجما من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال المستثمرة فيه. ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرائق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة

¹ - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 29

برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءا منه فحسب لمن يأتي أولا وتطلب من الآخرين الانتظار، وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاما بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له¹.

رابعا- رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته وتصميم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز 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 ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها ويتراوح أجور الإدارة غالبا ما بين 1 % إلى 5 % سنويا.

خامسا- 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 جزءا من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة.

المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة، وهذا يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيام ونجاح صناديق الاستثمار، وشركات الإدارة أو مدير الاستثمار، وتعتبر شركة الإدارة شركة مستقلة ذات شخصية معنوية تقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار.

وإذا أردنا أن نتحدث هنا عن كيفية إدارة صناديق الاستثمار فإننا سنعرض الخطوط العريضة التي تتبع في عملية الإدارة، حيث إن عملية إدارة الصناديق تختلف من شركة إدارة "مدير الاستثمار" لأخرى، وفقا للسياسة الاستثمارية التي تضعها شركة الإدارة التي تدير شركة الاستثمار، وما من شك أن السياسة الاستثمارية وأسلوب إدارة الصندوق مترابطان تماما.

أولا- الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار:

التعرف على الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار يعد أمرا هاما عند تناول موضوع إدارة صناديق الاستثمار، وذلك لمعرفة الوظائف الرئيسية التي تمارس داخل الصندوق.

¹ - أسعد رياض، تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، عمان، 2004، ص: 166

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

1- مدير الصندوق Fund manager:

تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشئة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراسة 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 المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركات 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. وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقاً لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة. كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانوناً في علاقتها مع الغير وأمام القضاء، ومن الأعمال التي تقوم بها ما يلي:²

أ- إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مشاريع بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.

ب- إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديداً لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد ومواعيدها ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.

ج- الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق: وذلك بتقديم طلب متضمناً المعلومات والمستندات المطلوبة، ولاسيما:

ج-1- نسخة من نظام الصندوق الذي سيكون التعاقد بين الجهة المصدرة والمستثمرين. وكذلك نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستطرح على جمهور المستثمرين.

ج-2- البيانات الخاصة بالمدير المسؤول عن الصندوق، وأي اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة مع الصندوق، ولاسيما الأمين على الصندوق، متعهد بتغطية الاكتتاب، ومتعهد بإعادة شراء الوحدات،

¹ - عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص: 148

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

والموزعون، ومدير الاستثمار، ومستشار الاستثمار- إن اقتضت مصلحة الصندوق ذلك- والمحاسب القانوني.

ج-3- بيان الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها جهة الإصدار وباقي الجهات ذات العلاقة بالصندوق.

د- بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف، تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون امتلاكها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

أما شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية على ضرورة أن يتوفر في المسؤولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب، والخبرة اللازمة، ومشهود لهم بالأمانة والتزاهة.¹

وأما حقوق المدير وسلطاته، فتتمثل في اتخاذ جميع القرارات المتعلقة بإدارة الصندوق، ومن ذلك: وضع خطط الاستثمار، والنهوض بالنشاط اللازم لتحقيق هذا الغرض وإصدار الأوامر إلى أمين الاستثمار بتنفيذ بيع وشراء الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق دون أدنى تدخل من جانب المستثمرين، وتقييم الوحدة الاستثمارية وأصول الصندوق، ومقدار السيولة التي يلزم الاحتفاظ بها، والأرباح القابلة للتوزيع إلى غير ذلك مما له علاقة بالسياسة الاستثمارية في الصندوق.

وأما الواجبات والمسؤوليات المنوطة بمدير الصندوق فمن أهمها:²

أ- أن يكون نشاطه موجهًا لحساب المستثمرين وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم المحضة.

ب- الاحتفاظ بحسابات وسجلات مستقلة للصناديق خارج ميزانية البنك.

ج- الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد القيمة.

د- الحرص على تنوع مكونات المحفظة وفق المعايير المثلى للاستثمار، وبالتالي تضع اللوائح والأنظمة

حدودًا عليا للنسب التي يحق لمدير الصندوق امتلاكها من أوراق مؤسسة واحدة، وذلك بهدف تقليل المخاطر، ومنع سيطرتها على الشركات الأخرى.

هـ- يتحمل مدير الصندوق المسؤولية الكاملة تجاه المستثمرين والسلطات الرقابية، فإذا أحل بتلك

المسؤولية فإنه يتحمل تبعات ذلك، وصور الإخلال التي يقع فيها مدير الصناديق عديدة، يأتي في مقدمتها سوء توزيع الاستثمار في الأوراق المالية بما يتعارض مع سياسة توزيع المخاطر، أو إبرام صفقات لاعتبارات شخصية، القيام بأعمال المضاربة بتجاوزات غير مشروعة، أو ارتكاب الغش والتدليس مهما كانت درجة هذا التدليس، حتى إن مجرد السكوت عن أية بيانات أو معلومات يوجب نظام الصندوق تبيانها، يعتبر غشا

¹ - هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، منشأة المعارف بالإسكندرية، ط1، 2011، ص: 75

² - زينب سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، العدد 2004/01/29، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 95

يتحمل مسؤوليته، ويعتبر التزام المدير في هذا الخصوص هو التزام يبذل عناية الشخص الحرص المحترف المتخصص، ولا يعذر إلا في حالة ظهور ظروف قاهرة، لأنه أحياناً نتيجة الاستثمار قد تتوقف على اعتبارات خارجية كالحالة الاقتصادية وعوامل العرض والطلب وغيرها مما هو خارج عن قدرة المدير، وعليه فإن العناية المطلوبة من مدير الصندوق وفقاً للاتجاهات الحديثة في المسؤولية الاستثمارية هي عناية الشخص المحترف، وهذا الوصف يشدد عليه في التزاماته وفي معيار مساءلته، لأنه تاجر محترف متخصص ينتظر منه ما لا ينتظر من شخص عادي، ولو كان حريصاً، لأنه مهياً لخدمة أعلى وأكثر دقة وتميزاً، ولأن مدير الاستثمار من شروطه أن يكون مؤسسة استثمارية لديها إمكانيات مادية وفيرة، وعناصر بشرية متخصصة¹.

2- أمين الصندوق Fund custodian:

وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، وفي الغالب تكون بنكا، يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، وتنفيذ التعليمات الصادرة منه بشأن 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 عن أعمال البنك الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق².

3- وكيل البيع Dealer:

وهو مؤسسة مالية " بنك أو شركة استثمار " يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولى لشهادة الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع أ بعض الكمية المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيل إلى كونه كفيلاً.

وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة كما هو الحال في معظم الدول العربية تتولى الجهة المنشئة توزيع شهاداتها بنفسها.

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط5، 2009، ص: 93

² - هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 78

أ- شركة تسويق وحدات الصندوق:

تقوم بعض الشركات المديرة للصناديق وخاصة تلك التي لا تملك شبكة فروع كبيرة أو مكاتب تمثيل في بعض الدول بإيكال عملية التسويق لوحدة الصناديق الاستثمارية لشركات ومؤسسات متخصصة في نشاط التسويق المحلي والعالمي وتمتلك قاعدة بيانات واسعة، وعلاقات ذات كفاءة تسويقية محترفة، وتتقاضى شركة التسويق رسوم مبيعات تصل في المتوسط 5 % من مبلغ الاشتراك في الصندوق.

ب- وكيل التحويل " شركة تسجيل الوحدات":

وتقوم بالأعمال ذات العلاقة بالاشتراك والاسترداد لوحدة الصندوق كما أنها تحتفظ بسجل بأسماء مالكي الوحدات وتتولى عملية الاحتساب لصافي قيمة الأصول اليومية كما تمارس أيضا الأعمال ذات العلاقة بتوزيع الأرباح، وفي الغالب فإن تلك الأعمال يتم إيكالها إلى بنك، أو شركة إيداع.

4- الهيئة الاستثمارية Consultats :

وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف 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 إشراك طرف آخر معها في ذلك.¹

ثانيا- الجوانب الرئيسية لعملية إدارة الصندوق:

إن شركة الاستثمار بفرض أنها تشتمل على صندوق واحد تتمثل في أصولها في تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية من النوع الذي يسهل تسويقه، ويتولى إدارة المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة Management company يتم استئجارها لهذا الغرض، وعادة ما يتضمن عقد شركة الإدارة واجبات الشركة والأتعاب التي سوف تحصل عليها والتي قد تصل إلى 1.5 % من القيمة الكلية للمال المستثمر، أما واجبات شركة الإدارة فيأتي في مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

وعادة ما تتضمن عملية إدارة صناديق الاستثمار مجموعة من النقاط الأساسية وتتمثل في سياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار، التكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر، الكيفية التي يمكن بها المستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وأخيرا إدارة حساب العميل .

¹ - هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 79

* - السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الاستثمار ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع المحفظة أي سياسة تنويع مكونات صناديق الاستثمار، فهناك شركات تفرض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء أسهمها ومن ثم يسعى إلى 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 السياسة الأخرى.

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

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

- الشرط الثاني: أن لا يزيد الاستثمار في ورقة مالية معينة 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 تصف على هذا النحو طلبا للمرونة أو لرغبتها في التخصيص في الأوراق المالية التي تصدرها صناعة معينة أو مؤسسة معينة.

هذا ولا تقتصر سياسات الاستثمار على مستوى أو درجة التنويع في مكونات صناديق الاستثمار، إذ قد تمتد إلى أمور أخرى فهناك مثلا شركات تضع سياسة استثمارية نشطة مؤداها إجراء تغييرات مستمرة في مكونات التشكيلة سعيا وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية، وعلى النقيض من ذلك تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه.

وبالنسبة للسياسة الأولى فإنها تفضي بتشكيل المحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة وذلك قبيل ارتفاع متوقع في مستوى أسعار الأوراق المالية.

المبحث الخامس: السياسة المالية لصناديق الاستثمار:

تعمل صناديق الاستثمار على تجميع أموال المستثمرين بهدف الاستثمار في الأوراق المالية. وتتوقف درجة نجاح الصندوق على مدى نجاح الصندوق على مدى نجاح السياسة الاستثمارية، وتختلف السياسة الاستثمارية باختلاف سياسة الصناديق وطبيعة أغراضها وأهدافها، ومعدل العائد المراد تحقيقه وتقوم إدارة الصندوق بشراء وبيع الأوراق المالية بغرض تكوين محفظة استثمارية تتلاءم مع هذه الأهداف وتحقق السياسات الاستثمارية المنشودة. وفي ظل التطور الاقتصادي، ومع نشأة صناديق الاستثمار تعاملها مع مختلف المؤسسات الاقتصادية، فقد أصبحت للبيانات والمعلومات الحاسوبية دورا هاما في تحسين أداء هذه الصناديق حيث يمكن من خلالها التعرف على جميع محتويات القوائم المالية والتقارير للشركات التي تريد أن تتعامل معها، والتي يتم تداول أسهمها، وكذلك عن الشركات المصدرة للأسهم لأول مرة، وأيضا تساعد هذه المعلومات على تقييم أداء صناديق الاستثمار حيث يمكن المقارنة بين تحقيق العوائد الفعلية والمتوقعة ومدى الاستفادة من ذلك.

كذلك فإنه من حق كل من المستثمر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار وكذلك الجهات المنشئة لها أن يتعرفا على المعلومات الضريبية لهذه الصناديق وما إذا كانت تخضع للضريبة على أرباح شركات الأموال أم لا، حيث تختلف المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار المتعلقة عنها في صناديق الاستثمار المفتوحة.

وفي ضوء ما سبق قسمنا الدراسة في هذا المبحث كي نتعرف على السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار ودور البيانات والمعلومات الحاسوبية في تحسين أدائها وكذلك المعاملة الضريبية لها وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول: دور البيانات والمعلومات الحاسوبية في تحسين أداء صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: أهمية الاعتماد على التقارير المالية لصناديق الاستثمار

المطلب الأول: دور البيانات والمعلومات الحاسوبية في تحسين أداء صناديق الاستثمار

تلعب الحاسبة دورا هاما في توجيه الموارد الاقتصادية بين المنشآت المختلفة لما تتيحه من معلومات وبيانات تساعد في اتخاذ القرارات السليمة بالمؤسسة خاصة مع التطور المستمر في النشاط الاقتصادي وكبر حجم الوحدات وتنوعها وتشابك علاقاتها. وفي هذا المطلب سوف نتعرض لدراسة دور البيانات والمعلومات الحاسوبية في تحسين أداء صناديق الاستثمار، وذلك على النحو التالي :

أولاً: مفاهيم أساسية في محاسبة صناديق الاستثمار

هناك مفاهيم أساسية في محاسبة صناديق الاستثمار سنتناول بعضها بإيجاز فيما يلي:¹

1- الموارد في صناديق الاستثمار: تتكون موارد الأموال الرئيسية بالصدوق من بندين هما:

أ- **الموارد الداخلية والذاتية:** وهي رأس مال الشركة بالنسبة للصناديق التي تتخذ شكل شركة مساهمة، وكذلك ما يخصصه البنك لرأس مال الصندوق بالنسبة للصناديق التي تنشئها البنوك وشركات التأمين.

ب- **الموارد الخارجية:** وتمثل في قيمة الوثائق أو الصكوك التي تصدرها هذه الصناديق لتجميع المدخرات. بموجبها، وتكون هذه الوثائق موحدة القيمة بحيث لا تقل القيمة الاسمية للوثيقة عن عشرة جنيهات، ولا تزيد عن ألف جنيه.

2- الاستخدامات في صناديق الاستثمار: وتنوع الاستخدامات بين الاستخدامات الذاتية، والاستثمار بغرض تحقيق الربح كما يلي:

أ- **الاستخدامات الذاتية:** وتمثل في الأصول الثابتة و كذلك النقدية التي يتقرر الاحتفاظ بها في الصندوق لمواجهة طلبات استرداد قيمة الوثائق. وهذه الاستخدامات تمثل نسبة صغيرة وقليلة من مجموع الموارد.

ب- **الاستثمار في الأوراق المالية:** وهي المبالغ المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، ويقصد بالأوراق المالية هنا الأوراق التي تمثل حق الملكية وحصه في الربح الحقيق.

3- الإيرادات في صناديق الاستثمار: وتحديد إيرادات صناديق الاستثمار يعتبر أمراً هاماً في المعالجة المحاسبية، حيث أنها تمثل الجانب الإيجابي في معادلة الربح (الإيرادات - المصروفات) وتنوع هذه الإيرادات وفقاً لما تحدده نشرة اكتاب كل صندوق، والقوائم المالية له، وتتكون الإيرادات من الأنواع التالية:²

أ- **التوزيعات المحصلة والمستحقة:** ويقصد بها العائد المحصل والمستحق عن الاستثمار في الأسهم وصكوك التمويل ذات العائد المتغير ووثائق الاستثمار لصناديق أخرى في حيازة الصندوق.

ب- **الفوائد المحصلة والمستحقة:** ويقصد بها الفوائد المحصلة والمستحقة عن الاستثمار في السندات وأذون الخزانة، وسائر الأوراق المالية التي تمثل حق دائنيه بفائدة ثابتة.

ج- **الأرباح (أو الخسائر):** وتمثل في الأرباح (أو الخسائر) الناتجة من بيع الأوراق المالية ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق أخرى والتي بحوزة الصندوق، كذلك الناتجة عن الزيادة أو النقص في صافي القيمة السوقية لأوراق المالية.

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 249

² - سعيد عبد المنعم محمد، المعاملات الضريبية لصناديق الاستثمار، مجلة البنوك، العدد الأول، 1995، ص: 27-28.

د- فوائد بنكية عن الودائع في البنوك: حيث تودع الصناديق ودائع في البنوك وتحتسب لها فوائد تعد ضمن إيراداته.

هـ- إيرادات متنوعة أخرى: وتتمثل في عمولة الاسترداد، وعمولة على إصدار الوثائق.

4- المصروفات في صناديق الاستثمار: وتمثل المصروفات البند الثاني في معادلة الربح، وبالنظر في مفرداتها نجد أنها تتكون مما يلي¹:

أ- أتعاب مدير الاستثمار: وتتمثل في الأتعاب من واقع نشرة الاكتتاب والمتمثلة في:

- أتعاب سنوية قدرها (0.5%) في بعض الصناديق أو (1%) في صناديق أخرى تدفع شهريا أو ربع سنويا.

- أتعاب حسن الأداء، وتحسب بنسبة (10%) من صافي فائض أرباح الصندوق، وتدفع في نهاية كل ستة أشهر، أو حسب الاتفاق، ولا تدفع إلا إذا حقق الصندوق أفضل أداء كأرباح تحفيزية له.

ب- أتعاب البنك أو شركة التأمين: وذلك في حالة الصناديق التي تنشأ بواسطة البنوك وشركات التأمين، وينص عليها في نشرة الاكتتاب بأنها نتيجة قيامه بخدمات لكل من الصندوق والمكتبتين، وبنفس النسبة المقررة لمدير الاستثمار وتسمى (عمولة) "(0.5%) أتعاب محددة من صافي أصول الصندوق مقابل الخدمات، (10%) من صافي الأرباح التي تزيد عن حد معين لحسن الأداء".

ج- المصروفات التمويلية والتسويقية والدعاية والإعلان.

د- عمولات السمسرة ورسوم حفظ الأوراق المالية.

هـ- أتعاب مراقبي حسابات الصندوق.

و- الضرائب المستحقة (وذلك بالنسبة للصناديق التي تنشئها البنوك وشركات التأمين).

5- توزيع الأرباح والخسائر في صناديق الاستثمار: عند التعرض لمفهوم توزيع الأرباح والخسائر في صناديق الاستثمار طبقا للعرف المحاسبي، وما ورد في هذه المسألة في نشرة الاكتتاب الخاصة بكل صندوق، يجب التعرض لبعض المفاهيم الموضحة لذلك، وسنحاول فيما يلي شرحا موجزا لهذه المفاهيم:

أ- الأطراف المستحقة للربح في صناديق الاستثمار: وتتمثل هذه الأطراف فيما يلي:

- حملة الوثائق الذي يكتبون بشراء هذه الوثائق، وذلك مقابل أموالهم المستثمرة.

- البنك أو شركة التأمين الذي يتبعه الصندوق، وذلك مقابل المال المخصص لمباشرة النشاط، باعتبار أن الصندوق وحدة محاسبية مستقلة عن الجهة المنشئة له وفصل أموال كل منهما عن الآخر، وإذا كان البنك (أو شركة التأمين) قد أنشأ أكثر من صندوق استثمار، فيعتبر كل صندوق وحدة محاسبية مستقلة.

¹ - أشرف دوابة، مرجع سبق ذكره، ص: 57-59.

- شركة الصندوق، وذلك مقابل المبلغ الذي تدفعه للاستثمار في الصندوق.
- البنك (أو شركة التأمين)، وذلك إذا تقرر حصوله على نسبة من الأرباح، كريح تحفيزي إذا زاد نشاط الصندوق عن حجم معين.

ب- الاتفاق على طريقة توزيع الربح: ويتم ذلك إما طبقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب ويتم التعاقد بالموافقة عليها، أو يتم بإقرار الجمعية العمومية على نسب توزيع الربح وكيفية توزيعه.

ج- أنواع الأرباح في صناديق الاستثمار: وتتوزع الأرباح في صناديق الاستثمار على النحو التالي:
1- الربح القابل للتوزيع: لم يرد القانون ولائحته التنفيذية ما يحدد الربح القابل للتوزيع في صناديق الاستثمار، ولكن تتضمن نشرة الاكتتاب كيفية توزيع الربح بشكل عام، حيث يختلف توزيع الربح طبقاً لنوع الصندوق (تراكمي، دوري، دوري تراكمي).

2- الربح التقديري أو الأرباح الرأسمالية غير المحققة: ويقصد بها الفرق بالزيادة بين القيمة السوقية الحالية للأصول أو الأوراق المالية التي ما زالت في حوزة الصندوق والقيمة السوقية السابقة لها، والتي يتم تحديدها بصفة دورية من أجل تحديد القيمة الإسترادية للوثائق.

3- الربح الدوري: وهذا في حالة الصناديق ذات العائد الدوري، حيث يتم توزيع الربح دورياً كل ثلاثة أشهر أو إلى فترات أقل أو أكثر طبقاً للاتفاق.

4- صافي ربح الاستثمار: يتمثل صافي ربح الاستثمار في التوزيعات، والفوائد، وغيرها من مصادر الدخل، مطروحا منها مصروفات التشغيل والتي تتمثل في أتعاب الإدارة، وتكلفة البحوث، الضرائب الأخرى غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أو الوثائق، وقد تكون التوزيعات لكل سهم منخفضة إذ أنها لا تمثل كل المستحقات، فهناك نصيب السهم من الأرباح الرأسمالية المحققة، بالإضافة إلى نصيبه في الأرباح غير المحققة (ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية).

د- الخسائر في صناديق الاستثمار: توزع الخسائر بنسبة الأموال المستثمرة، وتخفض بها قيمة الوثيقة وهناك بعض الملاحظات على هذه الخسائر، نوضحها فيما يلي:

- أن الخسائر في إحدى العمليات قد تزيد من أرباح عمليات أخرى.
- أن الربح الذي يتم توزيعه تستقر ملكيته لصاحبه، ولا يطالب برده عند حدوث أي خسائر.
- إذا تقرر عدم توزيع كل الربح المحقق، وتكوين احتياطي أو مخصص بجزء منه، أو تم توزيعه في صورة أرباح مرحلة، وحدثت أي خسائر لاحقة بالصندوق لا تخصم من هذه الأرباح إذ أنها تحققت بالفعل من قبل، وبالتالي لا تخصم منها الخسائر اللاحقة بعد ذلك.

ثانيا- دور البيانات والمعلومات الحسابية في تقييم أداء صناديق الاستثمار

تتمثل أهمية البيانات والمعلومات المحاسبية في تقييم أداء صناديق الاستثمار ما يلي:¹

- 1- إمكانية التعرف على ما إذا كانت النتائج التي حققها الصندوق ترجع إلى عوامل الصدفة، أم ترجع إلى فعالية وكفاءة إدارة الصندوق في اختيار تشكيلة محفظة الأوراق المالية.
- 2- اطمئنان المستثمر على مستوى التنوع الذي تتسم به محفظة الأوراق المالية للصندوق. بما يمكن من تجنب المخاطر غير المنتظمة (مخاطر طبيعة النشاط).
- 3- إمكانية تحديد كل من:

أ- نسبة الأموال المستثمرة في كل نوع من أنواع الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار في صناديق أخرى) إلى إجمالي الأموال المستثمرة في الصندوق.

ب- نسبة الأموال المستثمرة في كل منشأة من المنشآت المصدرة لتلك الأوراق إلى إجمالي أموال الصندوق.

4- تحديد مدى مساهمة الصندوق في تحقيق التنمية الاقتصادية والتزامه بأولويات التنمية الإقليمية، من خلال تحديد كل من نسبة الأموال المستثمرة في الداخل، والأموال المستثمرة في الخارج (أوراق مالية لشركات أجنبية) إلى إجمالي الأموال المستثمرة بالصندوق.

5- الإفصاح عن حركة وثائق استثمار الصندوق خلال الفترة لتحديد معدلات استرداد للوثائق لما لذلك من تأثير على كل من السيولة والعوائد التي يحققها الصندوق.

ثالثا- دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار:

ترتبط زيادة فاعلية أسواق الأوراق المالية ارتباطا وثيقا بما توفره النظم المحاسبية من معلومات عن الأوراق المالية التي يتم تداولها بها وكذلك عن الشركات المصدرة لها.

ويتم إمسك محاسبة الصندوق بواسطة أمين الودائع، ويتم مراجعتها عن طريق مراقبي الحسابات، ويتمثل دور المحاسبة في نجاح وزيادة فاعلية صناديق الاستثمار من خلال توفيرها للمعلومات التالية:²

1- توفير المزيد من الإفصاح في محتويات القوائم المالية لصناديق الاستثمار، واعتبار ما نصت عليه التشريعات في هذا الصدد هو الحد الأدنى للإفصاح.

2- التوسع في استخدام القوائم والكشوف والبيانات الإضافية، وكذا الملاحق واعتبار ذلك متما للقوائم المالية المنشورة.

3- إتاحة التقارير والقوائم المالية للمستفيدين منها في الوقت المناسب.

¹ - عز الدين حوجوة، مرجع سبق ذكره، ص: 06

² - عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، مارس 1997، ص: 82- 119.

- 4- يتوافر في المعلومات الواردة بالتقارير المالية الوضوح والقابلية للفهم من قبل مستخدميها.
- 5- الإفصاح عن البنود غير العادية للتغيرات في السياسة المحاسبية والظروف الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.
- 6- الإفصاح عن أسس ونسب توزيع الأرباح بين أطراف الصندوق المختلفة.
- 7- الإفصاح عن الأسس التي يتبعها الصندوق في تحميل المخصصات.
- 8- الإفصاح عن أتعاب مدير الاستثمار سواء كانت في شكل نسبة من قيمة المحفظة أو من صافي ربح الصندوق.

ولا شك أن هذه العوامل من شأنها أن تعمل على توفير وترسيخ الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين الحاليين والمرتقبين، فضلا عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع أي الصناديق. وتجدر الإشارة إلى أن عبء الإفصاح المالي والمحاسبي لا يقع على عاتق المحاسب الذي يعد المعلومات المالية والمحاسبية، أو المراقب الذي يضيف الثقة عليها فقط وإنما أيضا يقع عاتق الجهات الرقابية والمتمثلة في الهيئة العامة لسوق المال في مصر والتي يتعين عليها التحقق من مدى الوفاء بالمعلومات التي يحتاج إليها المستثمرون من حيث النوع والكيف والكم والوقت.

المطلب الثاني: المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار

تختلف المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار المغلقة عنها في الصناديق المفتوحة ويرجع هذا الاختلاف إلى اختلاف الشكل القانوني لكل منهما، واختلاف قواعد كل منهما في بعض الأمور (كما وضح ذلك في دراسة أشكال صناديق الاستثمار). وفي هذا المطلب سنتعرف على المعاملة الضريبية لكل نوع من هذه الصناديق وذلك على النحو التالي:

أولاً: المعاملة الضريبية للصناديق المغلقة

تأخذ صناديق الاستثمار المغلقة شكل الشركة المساهمة، والتي تخضع للضريبة على أرباح شركات الأموال، حيث أن القانون ولائحته التنفيذية لم يفردا مواد خاصة للمعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار، مما أثار اختلافًا في الرأي حول كيفية المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ووثائق الاستثمار، الأمر الذي رأت معه وزارة المالية حسم الموضوع وإبداء الرأي بشأن المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ووثائق الاستثمار، حيث أقر المشرع الضريبي السعودي لصناديق الاستثمار مثلاً ما يلي:¹

¹ - حمدي عبد العظيم، الهندسة الضريبية لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، مارس

1- أحضع المشرع الضريبي صناديق الاستثمار التي تأخذ شكل شركة مساهمة أرباحها للضريبة على أرباح شركات الأموال.¹

2- أعفى المشرع بعد ذلك هذه الصناديق من الضريبة على أرباح شركات الأموال رغبة منه في تقرير حوافز ضريبية لهذه الصناديق بالشروط التالية:

- أن يكون 90% على الأقل من رأس مال الشركة بما في ذلك الاحتياطيات والأموال المجمعة والقروض التي تعقدتها مخصصة لتوظيفه في الأوراق المالية.²

- أن لا يسري هذا الإعفاء على أي صناديق استثمار أخرى لا تأخذ شكل الشركة المساهمة وفقا لنص المادة السابقة.

وتجدر الإشارة إلى أن توزيعات أرباح وثائق صناديق الاستثمار والتي يحصل عليها الأشخاص الطبيعيون تعتبر معفاة من الضريبة على إيرادات رؤوس الأموال المنقولة.

ثانيا - المعاملة الضريبية للصناديق المفتوحة³

تأخذ صناديق الاستثمار المفتوحة شكلا قانونيا غير الصناديق المغلقة (كما سبق وأن وضحنا)، حيث أن الصناديق المفتوحة لا تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية البنك أو شركة التأمين، ولا تتخذ شكل الشركة المساهمة، وبالتالي لا تستفيد من النص الخاص بإعفاء الصناديق المغلقة من الضرائب على أرباح شركات الأموال حيث أنه لا يجوز قياسها على الصناديق المغلقة، لأن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك أو شركات التأمين تعتبر مجرد مجال أو نشاط مرخص لها بالتعامل فيه أو مزاولته وتدخل أرباحه ضمن أرباح البنك أو أرباح شركات التأمين في وعاء ضريبي واحد هو نفس الوعاء الضريبي لبنك أو شركة التأمين.

ويمكن التفرقة بين المعاملة الضريبية للصناديق المفتوحة قبل توزيع الأرباح وبعد توزيعها وذلك على النحو التالي:⁴

1 - المعاملة الضريبية للأرباح قبل التوزيع:

وهنا نجد أن صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين لا يخضع فيها صافي ربح الصندوق للضريبة على أرباح شركات الأموال قبل التوزيع، ولكن يتم توزيع صافي ربح أو خسارة الصندوق أولا على أصحاب الوثائق كل حسب نصيبه في استثمارات الصندوق.

1 - المادة (111) من قانون الضرائب على الدخل رقم 157 لسنة 88 والمعدل بالقانون 187 لسنة 93، قانون الضرائب المصري

2 - المادة (120) من قانون الضرائب رقم 157 لسنة 1981، قانون الضرائب المصري

3 - عصمت عبد الكريم، المعاملة الضريبية لصناديق ووثائق الاستثمار، ندوة توظيف الأموال في صناديق الاستثمار، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، يناير 1995.

4 - حمدي عبد العظيم، مرجع سابق الذكر، ص: 132-133.

2- المعاملة الضريبية للأرباح بعد التوزيع:

أما المعاملة الضريبية بعد توزيع أرباح الصندوق فتتقسم كما يلي وهذا في معظم الدول:

- أ- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين (حملة الوثائق): فنصيبهم في أرباح الصندوق لا يخضع لأي ضريبة.
 ب- بالنسبة للأشخاص الاعتباريين (البنك أو شركة التأمين): فقد أوجب المشرع الضريبي خضوع نصيبهم من الأرباح للضريبة على أرباح شركات الأموال ضمن خضوع أرباح البنك نفسه أو شركة التأمين لهذه الضريبة، حيث أن هناك نصيب لأرباح تلك البنوك وشركات التأمين في أرباح صناديق الاستثمار التابعة لها.

وبالتالي تخضع أرباح صناديق الاستثمار المفتوحة للضريبة على أرباح شركات الأموال ضمن خضوع أرباح البنك أو شركة التأمين المؤسسة للصندوق لهذه الضريبة.

المطلب الثالث: أهمية الاعتماد على التقارير المالية لصناديق الاستثمار في اتخاذ قرار الاستثمار

يواجه المستثمرون في سوق الأوراق المالية عدة قرارات، بعضها يستلزم الخبرة والمعرفة بنوعيات الأوراق المالية المتداولة في السوق لتحقيق العوائد المطلوبة بأقل مخاطر ممكنة، والبعض الآخر من هذه القرارات يستلزم معرفة اختيار توقيت البيع والشراء وعدم التداول. وكثير من المستثمرين يتخذون قراراتهم تحت تأثير الدعاية والإعلان فيتحمسون لاستثمار دون آخر حتى دون الاطلاع على مخرجات هذا الاستثمار المتمثلة بالتقارير المالية التي تعطي صورة مفصلة عنه.

إن التقارير المالية التي تعد بشكل دوري أساسا يعتمد عليه في الحصول على المعلومات اللازمة للاستثمار في صندوق الاستثمار، فلا يكون صندوق الاستثمار مجرد وسيلة لجمع الأموال من المدخرين وإغرائهم تحت تسميات احتيالية، كما حصل فعلا في كثير من البلدان.

ومن هنا فإن التقارير المالية لصناديق الاستثمار - على اختلاف أنواعها - تقدم معلومات عن أداء الصناديق خلال الفترة المنشورة عنها هذه التقارير، وعادة ما يستخدم المستثمرون والدائنون هذه المعلومات في اختيار أي الصناديق يفضلون لاسيما وان الربح المحاسبي المفصح عنه في القوائم المالية له دور كبير في اتخاذ القرار الاستثماري¹، فإما أن يكون مشجعا للدخول في الاستثمار أو تجنبه، وخصوصا أن أسعار الأسهم تستجيب للتغيرات في الربح المحاسبي وقت الإعلان عنه ونشر التقارير المالية وذلك للاعتماد عليها حاليا وبناء التوقعات المالية مستقبليا.

¹ - كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص: 301

كما يتم الاعتماد على المعلومات الموجودة في هذه التقارير في تقدير درجة المخاطرة المقابلة لمحافظ الأوراق المالية في الصندوق وتركيبه أسهم الشركات الموجودة في هذه المحافظ ومدى استقرارها أو تقبلها وطبيعة القطاعات التي تعود إليها سواء كانت صناعية أم خدمية أم اتصالات أو غير ذلك.

ومع وجود هذا الكم الكبير من المعلومات الذي يمكن أن يؤثر سلبا على المستثمر من حيث عدم قدرته على تحديد القوائم الأكثر أهمية بالنسبة له والمعلومات التي تفصح عنها لذلك ارتأينا إلى أن مؤشرات التحليل المالي قد تكون ذات فائدة عظيمة للمستثمر ولكن بشرط قدرته على تفسيرها، ولكن فيما لو تم توظيفها في مصفوفة الارتباط لمعرفة درجة ارتباط هذه النسب مع بعضها لاسيما إذا تم فصل النسب المالية المستخرجة من قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة المركز المالي ومن القوائم الثلاث وهذا ما سندرسه في الفصل القادم، مع ضرورة عدم إغفال المخاطر المرافقة للاستثمار والتي لا تذكر كرقم في الأسواق المالية العربية.

لذلك تتطلب معظم القرارات من المستثمرين قراءة المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للحكم على مركزها المالي وخصوصا إذا كان الاستثمار في صناديق الاستثمار، نظرا لطبيعتها المتشعبة فمنها من يتعامل بأوراق مالية يكون الطلب عليها شديدا ومرغوبا، وهذا ما يستلزم من المستثمرين معرفة قيم صافي الأصول التي تنشرها هذه الصناديق بنهاية كل يوم تعامل، ومنها ما يحدد قيودا على ملكية أوراقها المالية نظرا لإجراءات مفروضة على سحب رؤوس الأموال وهذا ما ينطبق على صناديق الاستثمار الدولية، ومن هذه الصناديق ما يوزع عائدا بشكل دوري ومنها من يراكم هذا العائد ويعيد استثماره مرة أخرى، ومنها من يجمع بين صفتي تجميع العائد وتراكمه.

وكل هذا يتطلب من المستثمرين الاطلاع على التقارير المالية لصناديق الاستثمار المنشورة بنهاية كل فترة للوقوف على حقيقة وضعها المالي، فلا يكون الإعلان عن توزيعات الأرباح هو مجرد دعاية للاستثمار في هذا الصندوق وإنما يكون للمستثمرين رأي وموقف من هذه التوزيعات .

أولا - العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار

قبل اتخاذ قرار الاستثمار في أي أداة مالية، يجب على كل مستثمر تقييم موقفه المالي ثم وضع خطة استثمار، وفي البداية لا بد من تحديد صافي القيمة الحالية للاستثمار (ما يملكه مطروحا منه ما يدين به) لأنه في هذه الحالة يستطيع معرفة مقدار ما يمكن استثماره¹.

إضافة إلى ضرورة إبقاء جزء من الأموال على شكل استثمارات سائلة - حسابات سوق نقد لدى المصارف، والصناديق المشتركة التي تتكون من أدوات سوق نقد وأذون خزانة وأوراق سوق النقد الأخرى - لنفقات المعيشة ولأية ظروف طارئة.

وهنا يختلف مقدار الأموال التي يتم الاحتفاظ بها في هذه الاستثمارات السائلة بغرض الطوارئ ونفقات المعيشة وفقا لظروف كل شخص، كما يختلف كل استثمار عن الآخر حسب المخاطر التي

يواجهها فلا يوجد استثمار خال من العيوب. لذلك على المستثمرين فهم الأنواع المختلفة للأوراق المالية المستخدمة في الاستثمار وخصائص المخاطر وعوائدها المتعلقة بها، كما يجب أن يدركوا أن هذه الخصائص يمكن أن تتغير بمرور الوقت، وقد يحتاج المستثمرون إلى توقع التغيرات لكي يكونوا ناجحين.

وبناء على ما سبق تبين أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة لقرارات المستثمرين لأنها توفر عاملين لهما دور رئيسي في التقليل من المخاطرة وهما التنوع والوقت، حيث أن التنوع يقلل من المخاطر غير المنتظمة، والتي تتكون من مخاطر النشاط والمخاطر المالية من خلال الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية بين الشركات المختلفة في الصناعات المختلفة، فان مخاطر الخسارة في إجمالي المحفظة الاستثمارية تنخفض، ومع ذلك يمكن للوقت المساعدة في التغلب على مخاطر السوق في ظل الفترات الطويلة، ويمكن هنا للمستثمرين الانتظار إلى أن تتحسن أسعار الأسهم¹.

ومن هنا يعتمد القرار الخاص بأنواع الأوراق المالية في صندوق الاستثمار على: أهداف المستثمر، وخصائصه (الحالة الاجتماعية، السن، الأسرة، التعليم، الدخل، القيمة الصافية لاستثماراته، حجم المحفظة الاستثمارية) ومستوى تحمل المخاطر، ومعدل العائد المتوقع، والبيئة الاقتصادية¹.

ثانياً - آلية اتخاذ قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار

إن قرار الاستثمار يعتبر من أهم القرارات التي يتخذها الفرد أو الإدارة في المؤسسة أو الشركة وذلك لما يترتب عليه من التزامات مالية كبيرة وطويلة الأجل نسبياً، إضافة إلى أنه إذا وجدت أخطاء في القرار الاستثماري يصعب العودة عنه دون تحمل خسائر.

وهنا تكمن أهمية مراعاة مبدأ تنوع الاستثمارات والابتعاد قدر الإمكان عن تجميعها أو تركيزها في قطاع اقتصادي معين أو وحدة اقتصادية محددة، لما في ذلك من حماية للمستثمر وحرص على أمواله من مخاطر التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة¹.

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن هناك فرقا كبيرا بين مفهوم الاستثمار Investment ومفهوم المضاربة Speculation حيث أن الاستثمار يتصف بالعقلانية والتركيز على جني العوائد على الأرباح الايرادية من عمليات التشغيل العادية وليس على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن الفروقات الايجابية بين أسعار البيع والشراء للأصول، أما المضاربة فتتصف بالتركيز على جني العوائد على الأرباح الرأسمالية بدلا من الأرباح الايرادية. ومن هنا فان الاستثمار في أسواق الأسهم بطبيعته لا بد وان يتخلله شيء من المضاربة لاسيما وان في ذلك مزايا كثيرة منها توفير السيولة الدائمة في البورصة نتيجة وجود فحة جاهزة للشراء والبيع بشرط إلا تزيد عن الحدود المعقولة لان في ذلك أضرار بالبورصة.

¹ - إياس غانم، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، رسالة ماجستير في كلية الاقتصاد، بجامعة دمشق، 2009، ص: 07

فالزيادة في السيولة تؤدي إلى الزيادة في المضاربة - من خلال المبالغة في الشراء - والزيادة في المضاربة ستؤدي إلى انخفاض السيولة مما يسبب خروج البعض من البورصة بحثا عن مجالات جديدة للاستثمار¹. لذلك يتميز الاستثمار في البورصة عن غيره من الاستثمارات نظرا لوجود عوامل أهمها¹:

1- ارتفاع معدل العائد لاحتوائه على التوزيعات السنوية (الأرباح التشغيلية) وفروقات أسعار البيع والشراء (الأرباح الرأسمالية).

2- انخفاض درجة المخاطرة الكلية لان المخاطرة غير المنتظمة يفترض أن تكون واضحة ويمكن تجنبها، أما المخاطرة المنتظمة فانه من السهل حسابها واخذ ما يقابلها وهما يشكلان معا المخاطرة الكلية.

3- توفير عنصر السيولة وذلك لتوفير فرصة البيع والشراء أو العكس في السوق الثانوي بأي وقت يختاره المستثمر ودون حسارة.

هذا بالإضافة إلى عنصري التنظيم والأمان، وعلى العكس فان المستثمر سيبتعد عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية ليكتفي بالادخار إن كان يخشى المخاطرة أو يتجه إلى الاستثمار في الأصول المالية والمادية الأخرى إن كان ممن يبحثون عن العائد المجزي مقابل المخاطرة المعقولة أو المدروسة.

ويبقى السؤال الأصعب الذي يواجهه المستثمر فيما يتعلق بالبورصة والاستثمار فيها هو: ما الوقت المناسب للشراء، وما الوقت المناسب للبيع؟ وما العوامل التي تؤثر بالمستثمر لدى اتخاذه قراره الاستثماري؟ وهل يستطيع المستثمر الفصل بين العواطف والمنطق لدى اختياره الاستثمار في أسهم مؤسسة ما؟ مهما كان الوضع المالي للفرد هناك دوما فرصة أمامه لتحقيق أهدافه عن طريق الاستثمار في السوق المالية إذا كان هذا الفرد متخذ القرار الاستثماري.

حيث تكون نقطة البداية فتح حساب للمضاربة لدى مضارب بعد أن يأخذ بعض المعلومات الشخصية، كالاسم وتاريخ الميلاد والعنوان وأرقام الهاتف الخاصة بالشخص الراغب بالاستثمار في السوق المالي، إضافة إلى معلومات حول دخله السنوي وقيمة الضرائب التي يدفعها والهدف من استثماره والقدر الذي يمكن أن يتحملة من المخاطرة.

وبشكل عام يوجد نوعين من المضاربين: النوع الأول المضاربون الذي يقدمون خدمات كاملة لعملائهم كتنفيذ طلبات البيع والشراء وتقديم الخدمات المصرفية والاستشارات المالية فيما يتعلق بعملية الاستثمار، أما النوع الثاني فهم المضاربون الذين تنحصر مهمتهم في تنفيذ طلبات البيع والشراء فقط دون تقديم أي نوع من الخدمات وذلك لقاء عمولة محددة من قيمة كل صفقة لذلك فهم لا يقدمون أي استشارات أو نصائح حول الأسهم الواجب شراؤها أو الوقت المناسب للبيع والشراء، وفي الحالتين يتطلب من المستثمر دراية ومعرفة وفهم ومتابعة للسوق المالي وهؤلاء يسمون سماسرة¹.

ولكن مع ازدياد كمية الأوراق المالية المتداولة في السوق وتنوع آراء وعقليات المستثمرين وضعف ارتباطهم كمساهمين مع الشركات التي يستثمرون فيها لا سيما مع تحول الكثير منهم إلى البحث عن

الأرباح السريعة والمضمونة وذات المخاطر القليلة. ومع منع البنوك التجارية من القيام بأنشطة مصرفية استثمارية للحفاظ على أموال المودعين أصبح للجهات الاستثمارية طبيعة اعتبارية مستقلة تقوم بتشكيل وإدارة محافظ استثمارية من الأوراق لتحقيق عوائد تناسب ميل ورغبة المستثمرين.

فالبنوك غير قادرة على رفع المعدلات التي تدفعها على حسابات الودائع إلى المستوى الذي تصبح فيه منافسة للعوائد على أدوات الاستثمار مثل سندات الخزينة والأوراق التجارية، ونتيجة لذلك فإن مؤسسات إدارة الاستثمار أوجدت شكلا جديدا من المحافظ الاستثمارية المدارة بواسطة إدارة محترفة تختار تشكيلها من الأوراق المالية بما يناسب ميول ورغبات المستثمرين وحسب حالة الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي¹.

فإذا كانت النتائج المالية لهذه الشركات جيدة ووضعها مستقر، يتم إدراج أسهمها في صناديق استثمار ذات دخل ثابت، أما إذا كانت الشركات المساهمة نامية وتشهد تطورا ملحوظا في نشاطها، يتم إدراج أسهمها في صندوق استثمار يهدف إلى النمو، ومن هنا يختار المستثمرون الصناديق التي تلائم أهدافهم وإمكاناتهم المادية ودرجة تحملهم للمخاطر مقابل دفع مصاريف وأتعاب (أعباء) محددة في المنشور الاستثماري للصندوق، دون اضطرارهم لمتابعة السوق وتقلباته ومفاجأته لأن إدارة صندوق الاستثمار المحترفة تقوم بهذا العبء عن المستثمر وحتى إذا ما حصلت خسارة ما فهي تناسب حالة المستثمر وعمره ودرجة تقبله للمخاطر، لأن صناديق الاستثمار الموجودة في السوق المالية تلائم أي فئة فقد يشتري مستثمرون حصص في صندوق استثمار قبل قيامه بتوزيع الأرباح، وفي حالات كهذه يتوجب على حملة الأسهم دفع الضرائب على الأرباح الموزعة عليهم، وهنا سيجدون أن قيم الأرباح بعد الضريبة مضافا إليها سعر السهم الجديد اقل مما دفعوه لشراء السهم¹.

وبشكل عام يتأثر قرار المستثمر في اختياره لنوع الصندوق الذي سيشارك فيه بمراحلته العمرية وارتباطها مع مستوى المخاطرة الذي يستطيعون تحمله. فالأفراد في الفئة العمرية 20-40 يشتركون في صناديق استثمار هجومية والأفراد في الفئة العمرية 40-50 يشتركون في صناديق استثمار معتدلة متحفظة. والأفراد بعمر 50 إلى سن التقاعد يشتركون في صناديق استثمار متحفظة، والأفراد المتقاعدون يشتركون في صناديق استثمار متحفظة جدا.

وعند ربط كل فئة عمرية مع هدف صناديق الاستثمار سواء كان نمو أو دخل أو مضاربة ستختلف أصول الصندوق المستثمرة في كل نوع ويتيح التصنيف التالي:

¹ - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 122

الجدول رقم (3/2) الفئة العمرية 20-40 تستثمر في صناديق استثمار هجومية

مضاربة	نمو	نمو ودخل	دخل	
أعلى	معتدل يميل للارتفاع	معتدل	منخفض	مخاطرة
25 %	50 %	20 %	5 %	أصول

المصدر: فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 122

في هذه المرحلة المبكرة توجد فرصة لإمكانية استثمار الأموال للحصول على الدخل مباشرة وتعديل المخاطرة بسندات حكومية، ولكن يوجد ميل كبير للمضاربة.

الجدول رقم (3/3) الفئة العمرية 40-50 تستثمر في صناديق معتدلة متحفظة

مضاربة	نمو	نمو ودخل	دخل	
أعلى	معتدل يميل للارتفاع	معتدل	منخفض	مخاطرة
5 %	50 %	35 %	10 %	أصول

المصدر: فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 122

في هذه المرحلة، يبدأ التراجع من المضاربة والميل للاعتدال في الاستثمار وهنا يميل المستثمر للتحفظ.

الجدول رقم (3/4): الفئة العمرية 50 تستثمر في صناديق استثمار متحفظة

مضاربة	نمو	نمو ودخل	دخل	
أعلى	معتدل يميل للارتفاع	معتدل	منخفض	مخاطرة
0 %	20 %	50 %	30 %	أصول

المصدر: فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 123

هذا وقت جيد ليصبح التحفظ كاملاً، الأصول متراكمة وهذا هو وقت حمايتها واحتمال المخاطرة قليل.

الجدول رقم (3/5): المتقاعدون يشتركون في صناديق استثمار متحفظة جدا

مضاربة	نمو	نمو ودخل	دخل	
أعلى	معتدل يميل للارتفاع	معتدل	منخفض	مخاطرة
% 00	% 00	% 30	% 70	أصول

المصدر: فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 123

هنا يوجد تحفظ في الاستثمارات ويتم توجيه رأس المال نحو الحصول على دخل مضمون والقبول بمعدلات فائدة منخفضة والدخل هنا ثابت، فهذا ليس وقت اتخاذ قرار الدخول في استثمارات تتحمل مخاطرة.

كما توجد عدة دراسات حول سلوك المستثمرين تجاه الأنواع المختلفة لصناديق الاستثمار والعوامل التي تؤثر عليهم لدى اتخاذ قرار الاستثمار في نوع صندوق استثمار دون آخر. ففي دراسة (Sri Sathya) التي اختبر فيها عينة من المستثمرين في الهند بلغت 201 مستثمر فرد من مختلف الأعمار وفئات الدخل، وذلك بهدف دراسة مصدر المعلومات التي يعتمدونها لاتخاذ قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار والعوامل التي تشكل محرضاً على الاستثمار، فكانت نتيجة الدراسة إن العوامل النفسية والاجتماعية أكثر سيطرة على المستثمر من العوامل الاقتصادية عند اتخاذه قرار الاستثمار في صندوق دون آخر.¹

وفي دراسة (Ranganath) التي جرت في أيلول 2004 على مستثمري مدينة مومباي لاختبار سلوكهم في اختيار صناديق الاستثمار تم التوصل إلى ما يلي: إن معظم مدخرات المستثمرين تهدف إلى الاحتياط للتقاعد، حيث كان معظم المستثمرين كارهين للمخاطرة Investors Risk Averse لذلك كانت صناديق التقاعد أكثر أدوات السوق المالي شعبية بين المستثمرين في مومباي، لأنها تتيح للأشخاص ذوي الدخل المتوسط الحصول على عائدات منتظمة ومعقولة مع المحافظة على رأسمالهم.

كما تبين أن نسبة 31 % من الأشخاص يعتمدون على سمسرة الأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم بشأن الاستثمار في صناديق تهدف إلى تنمية رأس المال، ونسبة 21 % مستوى ربحيتهم منخفض، فلا يهتمون بمستجدات صناعة الاستثمار خوفاً من المخاطرة، والنسبة المتبقية من المستثمرين يتخذون قراراتهم بناء على تصوراتهم ومعتقداتهم الذاتية متأثرين بالضغوط البيئية المحيطة بهم، كما شكل 53 % من المستثمرين لديهم مستوى وعي جيد لآلية عمل صناديق الاستثمار وقد تم إرجاع هذا الأمر في الدراسة إلى الدعاية والإعلان الواسعين الذين يغطيان أنشطة صناديق الاستثمار، إضافة إلى برامج تثقيف المستثمر التي تم البدء بها بين عامي 2003 و2004.

¹ - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سبق ذكره، ص: 125

مما سبق نلاحظ أن كل مستثمر في صندوق الاستثمار يتحمل مستوى مخاطرة حسب عمره وبيئته ودخله، وهذا على خبرته وخوفه من المخاطرة وتوقعاته للإيرادات الصافية التي سيحصل عليها مستقبلاً. ولكن هذا وبراءى وبناء على ما سبق، يجب أن يتم على أساس قوي يعتمد عليه وهو: تقرير مالي حول صندوق الاستثمار يبين فيه إيرادات الصندوق ونفقاته وتكاليف الاشتراك به وسعر وحدته والأساس الذي تم الاعتماد عليه للتوصل لصافي قيمة الأصل. كما أن المعلومات المنشورة حول صندوق الاستثمار ووجود جهة وهي هيئة سوق المال تعتمد مصداقية نتائج نشاط صندوق الاستثمار تحمي المستثمرين من التلاعب بهم، فكثير من الاحتمالات المالية في التاريخ الاقتصادي أثبتت أهمية وجود التقارير المالية المدققة للحفاظ على حقوق المستثمرين.

خاتمة الفصل:

تعد صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الإضافية التي تلعب دورا حيويا وفعالا في تجميع المدخرات واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة "صغار المدخرين" الذين لا يملكون الخبرة و لا الجرأة على التعامل في بورصة الأوراق المالية وزيادة تداولها، حيث تتيح صناديق الاستثمار الفرصة أمام صغار المدخرين إلى أسواق المال وإدارة أموالهم عن طريق خبراء الصناديق، مما يكون له الأثر الواضح في تنشيط السوق بجذب مستثمرين جدد، فصناديق الاستثمار تكتسب ثقة المدخرين من خلال إدارة العلمية لعملياتها من خلال الاستفادة من إمكانيات التنوع الواسعة في مكونات محفظتها المالية، وهو ما يصعب على الفرد المستثمر القيام به، بالإضافة إلى ذلك فإن المدخر الصغير يمكنه الاستثمار في هذه الصناديق نظرا لأن وثيقة الاستثمار التي يشتريها من الصندوق تكون بمبلغ يلاءم إمكانياته، كما أنها تتميز عن غيرها من أدوات سوق الأوراق المالية بتقليل المخاطر من خلال التنوع وسهولة تسهيل قيمة الصكوك عند الحاجة وهي ميزة لا يمكن الاستهانة بها

ونظرا لأهمية الدور الفعال الذي تقوم به صناديق الاستثمار في سوق المال فقد خصصنا الفصل الرابع لدراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر للتعرف على أهم ملامحها (أنواعها ومزاياها والمخاطر المتوقعة منها) وكيفية أدائها لدورها في خدمة الاقتصاد الوطني المصري وذلك عن طريق التعرف على إدارتها، حيث أنها تعتبر العامل الأساسي في نجاحها وكذلك الرقابة عليها وسياستها الاستثمارية ودورها في تكوين محافظها المالية. وكذلك نظرا لأهمية تقييم أداء هذه الصناديق فقد تعرضنا إلى تقييمها لفترة محددة .

مقدمة الفصل :

يعتبر السوق المالي المصري من أكثر الأسواق تطوراً في المنطقة العربية، وهو يعتبر من الأسواق الناشئة على مستوى العالم بسبب مروره عبر مراحل وأدوار من التطور الاقتصادي قد أفرزت خبرة تراكمية جديدة للاستفادة وتطبيقها على السوق المالي الجزائري، وذلك لتشابه الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي مر بها البلدين، بحيث يجعلهما جديرين بالمقارنة ومن ثم الخروج بالنتائج التي يمكن من خلالها معرفة الأدوات والوسائل الناجعة التي أدت إلى تطوير السوق المالي المصري والتي يمكن من خلالها العمل على تطوير السوق المالي الجزائري، رغماً أن الجزائر ظروفها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية أحسن بكثير على مصر.

إن السوق المالي المصري قد قام بقفزات نوعية تثبتتها الأرقام والوقائع المنشورة والتي تبين حجم الشركات المشاركة في السوق، وحجم التداول، وحجم السيولة، ودور السوق في جذب الرساميل المحلية والأجنبية، وأنواع الأدوات المالية المتداولة، وحجم الاستثمار المؤسسي، وتأثير السوق على القطاع المالي في مصر وتأثير السوق في الاقتصاد الوطني. إن الأدوار التي قطعها السوق المالي المصري في سبيل الوصول إلى هذه النتيجة لم تأتي من فراغ، وإنما جاءت نتيجة لمراحل تطويرية وإصلاحية قطعتها مصر في سبيل تطوير السوق المالي ورفع درجة كفاءته وتأثيره على الاقتصاد المصري، ليشكل دعامة مهمة في رفق عملية التنمية والتحديث في مصر. كانت الخبرة والإرادة المصريتين والدعم الخارجي الدولي المتمثل في الصندوق الدولي لهما أثران كبيران في تخطيط وتنفيذ الإصلاح المالي في مصر، والتي اتضحت آثارها على القطاع المالي ومن ثم على السوق المالي وخاصة بعدما صدر القانون 95 لسنة 1992، الذي أوجد للبنوك دوراً كبيراً في استحداث وتأسيس تجربة صناديق الاستثمار التي لعبت دوراً فعالاً في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي.¹

ومن هنا نجد أنفسنا ونحن بصدد دراسة صناديق الاستثمار المصرية المبرور أولاً بدراسة الملامح

الرئيسية للبورصة المصرية، وقمنا بتقسيم الفصل للمباحث الآتية:

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لسوق الأوراق المالية في مصر

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية"

المبحث الثالث: أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات البسيطة في مصر

المبحث الرابع: تقييم أداء الصناديق وفقاً للمؤشرات المركبة:

¹ - أحمد حسن أحمد الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص: 01

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لسوق الأوراق المالية في مصر

تعتبر الأسواق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في العالم اجمع، وقد نشأت تلك الأسواق في مصر وتطورت عبر سنوات عديدة وواجهت عدة مشكلات في بعض السنوات نتيجة للتغيرات السياسية والاقتصادية في البلاد وفي المنطقة وفي العالم، وحيث أن سوق الأوراق المالية تعتبر دعامة من دعائم الاقتصاد في أي دولة وتطورها يعد خطوة للتقدم، فإن هذا المبحث يتناول أسواق الأوراق المالية في مصر. وقد تم تقسيمه إلى المطالب التالية :

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهيئته العامة

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر

أولاً - نشأة سوق الأوراق المالية في مصر

تكونت أول شركة مساهمة في مصر عام 1750م، وتتكون شركات المساهمة المصرية بدأ التفكير في إقامة بورصات في مصر من أجل مواولة نشاطها، إلا أن رجال الأعمال لم يجدوا الأماكن المناسبة المخصصة لذلك النشاط فكانوا يجتمعون في المقاهي وذلك من أجل بيع وشراء الأسهم حتى أن المقاهي في بعض محافظات مصر مثل "بور سعيد" تسمى حتى الآن بالبورصة.

وقد أقامت محاولات عديدة لإنشاء سوق لبيع وشراء الأوراق المالية (البورصات) خلال الفترة من 1802 حتى 1903، حين أقيمت أول بورصة رسمية في القاهرة بعدما بلغ عدد شركات المساهمة حوالي (79) شركة يتم التعامل على أسهمها برأس مال 29 مليون جنيه مصري ووضعت لها الحكومة المصرية القوانين واللوائح المنظمة لها، وكان للبنك الأهلي المصري باعاً في دفع عملية إنشاء البورصة.

وفي عام 1904 استقلت بورصة الأوراق المالية ليكون اختصاصها فقط في تداول الأسهم والسندات، واقتصرت بورصة العقود على التعامل في القطن وغيره من البضائع والسلع. وفي عام 1907 تم بناء مبنى خاص بجمعية السماسرة¹.

وفي الثامن من نوفمبر عام 1909 قامت الحكومة المصرية بإصدار أمر عال بإصدار اللائحة العامة للبورصات من أجل تنظيم العمل وفض المنازعات أمام القضاء وكانت موضوعة باللغة الفرنسية، ونص في مادته الأولى على أن " صدق على لائحة البورصة المرفقة هذا ويعمل بمقتضاها ابتداء من أول سبتمبر سنة

¹ - الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي 1984، ص: 14-18.

1910.... " ومنذ ذلك التاريخ لم تعد البورصة من شأن التجار والسماسرة وحدهم، وقد عالج هذا الأمر العال جميع أنواع البورصات المتعلقة بالبضائع والأوراق المالية، وتشمل نشاط بورصات التعامل الحاضر وكذلك بورصات أو نشاط التعامل بالأجل ووضع لكل ضوابطه وإحكامه الأساسية.

وقد توقفت البورصة عن العمل خلال الحرب العالمية الأولى في الفترة من 1914 حتى 1916. وفي عام 1917 تم استئناف العمل والنشاط في البورصة.

وقد شهدت البورصة نشاطا كبيرا في الثلاثينات والأربعينات وبداية الخمسينات وخاصة مع تزايد التواجد الأجنبي في مصر، وقيام الأجانب بالاستثمار المباشر وتكوين الشركات المساهمة وإنشاء البنوك. وقد كانت بورصة القاهرة للأوراق المالية تعد مركزا ماليا إقليميا هاما بجانب شهرتها العالمية حيث كانت تعد حتى عام 1955 من أشهر عشر بورصات في العالم. وظلت هذه البورصة مزدهرة النشاط حتى بدأ نشاطها يتقلص بعد تأميم قناة السويس إلى أن توقف نشاطها تقريبا في كلتا البورصتين (القاهرة والإسكندرية).

ثم صدر بعد ذلك القانون رقم (65) لسنة 1971 لاستثمار المال العربي والأجنبي وإنشاء المناطق الحرة، والذي عبر عن سياسة اقتصادية تقوم بتشجيع الاستثمار الخاص والمحلي والأجنبي ومعالجة الكثير من الآثار السلبية للسياسات الاقتصادية التي سبق إتباعها في الفترة السابقة في محاولة لاستعادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري.

وبدأ بعد حرب أكتوبر 1973 تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي في البلاد، فارتفع حجم التعامل في سوق المال المصري وتم تقييد عدد من الشركات الجديدة في البورصات المصرية.

ثم صدر قانون رقم (43) لسنة 1974 من أجل تنمية سوق المال المصري لتشجيع رؤوس الأموال العربية والأجنبية وإنشاء المناطق الحرة في محاولة لجذب استثمارات جديدة.

ثم صدر قانون النقد الأجنبي رقم (97) لسنة 1976 الذي وضع سياسة نقدية جديدة مفادها " أن الأصل هو حيازة النقد الأجنبي، والذي كان الأصل فيه هو حظر الحيازة فأصبح متاحا للمصريين الاحتفاظ بحيازتهم من النقد الأجنبي في حسابات لهذه العملات دون قيود مع ضوابط وشروط معينة لا تمس الأصل العام للحيازة"¹.

ثم صدر القرار الجمهوري رقم (520) لسنة 1979 بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال لتنظيم سوق المال المصري وتوجيه رؤوس الأموال للتنمية.

وفي عام 1989 صدر قانون سوق المال رقم (230) من أجل العمل على تشجيع إنشاء الشركات المساهمة وجذب المدخرات.

¹ - حسني خليل محمد، تطوير وتنمية سوق المال بمصر، المؤتمر العلمي السنوي " المدخرات في مصر"، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 1989، ص: 27.

ثم صدر قانون سوق المال رقم (95) لسنة 1992 واللائحة التنفيذية الخاصة به رقم (135) لسنة 1993 وللذان صدرا لمعالجة المعوقات والسلبيات التي واجهت سوق رأس المال في الفترات السابقة لصدوره ولمواكبة المتغيرات الاقتصادية العالمية والمحلية التي حدثت خلال تلك الفترة . وقد شهد عام 1995 نشاطا ملحوظا في سوق رأس المال المصرية، حيث¹ بدأت عملية الخصخصة وبيع بعض شركة قطاع الأعمال العام.

كما صدر القرار الجمهوري رقم(51) لسنة 1997 والذي حدد الجهات المسؤولة عن الرقابة على بورصتي القاهرة والإسكندرية ومعاملاتها المالية.

ثانيا :تطور سوق الأوراق المالية في مصر

مما لا شك فيه أن سوق الأوراق المالية المصري قد حدث له تطورا كبيرا منذ نشأته من حيث الهيكل التنظيمي له والبنية التحتية، وكذلك من حيث الإجراءات والرقابة وحجم السوق، بل وحجم التداول وقيمته. والجدول التالي يوضح تطور سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة من (1997-2010)

الجدول رقم(4/01)

تطور سوق الأوراق المالية في مصر (1997-2010)

السنة	رأس مال السوق مليار جم	قيمة التداول مليار جم
2011	148	42.7
2010	321.3	272.9
2009	448	334
2008	529.6	475.9
2007	363	321.5
2006	287	271.1
2005	160.6	150.9
2004	233.9	36.1
2003	171.9	23
2002	122	26
2001	112.0	24
2000	119.8	43
1999	112.3	23
1998	82.2	19
1997	70.8	20

المصدر: ملخص أداء سوق الأوراق المالية المصري- كوناكورد انفستمنس ،جانفي 2012.

¹ - منشورات وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية(1992- 2001)، جمهورية مصر العربية، 2002، ص: 60.

وفي الجدول السابق يتضح لنا مدى تطور السوق المصري للأوراق المالية منذ عام 1997 حتى نهاية 2011، وكيف انه وصل إلى أعلى رأس مال سوقي في نهاية 2008 وبداية 2009 نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم بصورة كبيرة ومبالغ فيها في كثير من الأحيان ثم حدثت بعد ذلك أزمة هبوط أسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية المصري لمدة ثلاث سنوات متتالية مما أدى لتثبيط السوق وأدى بالتالي لانخفاض الطلب بصورة كبيرة وزيادة العرض في حركة تصحيحية وبالتالي أدى ذلك لانخفاض الأسعار في موجة تصحيحية كبيرة وحادة.

وفي الجدول السابق والجدول الملحقه يتضح أن:

في عام 1992:

حدث ارتفاع في رأس المال السوقي ليصل إلى 10.8 مليار وكذلك ارتفع حجم التداول بنسبة 7.8% وخاصة بعد صدور قانون (95) لسنة 1992.

وفي عام 1993:

ارتفعت المؤشرات مرة أخرى حيث ارتفع رأس المال السوقي إلى 12.8 مليار جنية ليشكل 7.4% من الناتج المحلي الاجمالي، إلا أن حجم التداول انخفض بنسبة 33.8% لتصل إلى 13.7 مليون ورقة بدلا من 20.7 مليون ورقة في 1992.

إلا أن عام 1994:

شهد حدوث طفرة في إجماليات التداول حيث زادت الشركات المقيدة بالبورصة من 674 إلى 700 شركة وارتفع رأس المال السوقي ليصل إلى 14.2 مليار جم ويشكل 7.2% من إجمالي الناتج المحلي، وذلك لحدوث تطور في هيكل سوق الأوراق المالية وفتح تراخيص مزاوله نشاط السمسرة لأكثر من عشرين شركة وتكوين ثلاثة صناديق استثمار برأسمال 700 مليون جنية آنذاك، كما تحول نظام "Out cty" المزايده المفتوحة إلى نظام التداول، مما ساعد على زيادة الطلب على الأوراق المالية.

وفي عام 1995:

بدء السعي في تجهيز برنامج الخصخصة لبعض شركات قطاع الأعمال العام وذلك لطرح تلك الشركات في سوق الأوراق المالية مما ساعد على حدوث حركة تداول كبيرة في السوق زادت بنسبة 49.1% وارتفع عدد العمليات بنسبة 403.2%.

وفي عام 1996:

ارتفع مؤشر سوق المال العام بـ 33% إلا أن عدد الشركات المقيدة انخفض ليصبح 249 بدلا من 746 وعلى الرغم من ذلك فان عدد الشركات المتداولة ارتفع إلى 354 سنة 1997 مقابل 352

سنة 1995 وارتفعت قيمة تداول الأوراق المالية لتصل إلى 48.06 مليار جم بنسبة 18.8% من الناتج المحلي الإجمالي.

وارتفع حجم الأوراق المتداولة بنسبة 68.2% ليصل إلى 286.7 مليون ورقة إلا أن عدد العمليات انخفض بنسبة 49.9% ليصل إلى 1.1 مليون عملية بعد أن كان 2.2 مليون عملية.

وفي عام 1998:

تباطأت معدلات نمو البورصة المصرية فقد انخفض مؤشر IFC¹ بـ 42.18 نقطة نتيجة للأحداث التي مرت على العالم من أزمة جنوب شرق آسيا المالية وكذلك حادث الأقصر الإرهابي والقوانين والإجراءات التي صدرت في مصر والسابق ذكرها، وعلى الرغم من ذلك فقد حقق مؤشر سوق المال العام ارتفاعاً طفيفاً بلغ مضللاً قدره 6.2% حيث ارتفع عدد الشركات المقيدة من 654 شركة إلى 870 شركة وارتفع عدد الشركات المتداولة من 416 إلى 551 شركة، كما ارتفع رأس المال السوقي ليصل إلى 72.2 مليار جنيه بنسبة 30.2% من إجمالي الناتج القومي إلا أن قيمة التداول بلغت 18.50 مليار جم بانخفاض قدرة 1.7 مليار جم وبنسبة 8.8% عن عام 1998، إلا أن حجم الأوراق المتداولة ارتفع بنسبة 53.6% حيث بلغ 440.3 مليون ورقة عام 1998 مقابل 286.7 مليون ورقة 1997.

وفي عام 1999:

ارتفع مؤشر IFC بـ 33.6 نقطة كما ارتفع مؤشر سوق المال العام بنسبة 48.59% مقابل 6.2 فقط عام 1998 وارتفع عدد الشركات المقيدة إلى 1033 شركة والمتداولة إلى 663 شركة كما ارتفع رأس المال السوقي ليصل إلى 12.33 مليار جم ليشكل 36.8% من إجمالي الناتج المحلي، كما ارتفعت قيمة تداول الأوراق المالية فبلغت 32.8 مليار جم بعد أن كانت 18.5 مليار جم عام 1998 بنسبة قدرها 77.6% وارتفع حجم الأوراق المتداولة بنسبة 91% كما ارتفع عدد العمليات بنسبة 32.7%.

وفي عام 2000:

تراجعت أسعار الأسهم ووصلت إلى أدنى مستوياتها على الإطلاق منذ عام 1994 في 2000/10/17²، وفي ذلك العام حقق المؤشر العام لسوق المال ارتفاعاً قدره فقط 0.3% وارتفع عدد الشركات المقيدة إلى 1076 شركة بدلاً من 1033 شركة عام 1999، إلا أن عدد الشركات المتداولة انخفض من 663 شركة إلى 659 شركة وارتفع رأس المال السوقي ليصل إلى 119.7 مليار جم ليشكل 35.3% من إجمالي الناتج المحلي، وارتفعت قيمة التداول المالية بنسبة 66% عن عام 1999، كما زاد حجم التداول على الأوراق المقيدة ليصبح 951 مليون ورقة مقابل 841 مليون ورقة

¹ - محمد علي البربري، أمناء الاستثمار، سلسلة أوراق للمناقشة، الورقة 14، المعهد المصرفي، البنك المركزي المصري، فيفري 1995، ص: 28

² - وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001)، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

عام 1994، وأصبح عدد العمليات 1277 ألف عملية عام 2000 مقابل 892 ألف عملية عام 1999.

أما في عام 2001:

فقد انخفض رأس المال السوقي إلى 11.2 مليار جم على الرغم من زيادة عدد الشركات المقيدة إلى 1110 شركة عام 2001، مما يعني انخفاض في أسعار الأسهم السوقية، كما انخفض إجمالي قيمة التداول بنسبة 38.2% ليسجل 24.6 مليار جم عام 2001 مقابل 40.1 مليار جم عام 2000، وكذلك انخفض عدد العمليات بنسبة 10.5% عن عام 2000، وبالرغم من ذلك فقد زاد حجم التداول ليصبح 1143 مليون ورقة عام 2001 مقابل 951 مليون ورقة عام 2000.

وفي عام 2002:

زاد عدد الشركات المقيدة إلى 1151، وارتفع عدد الشركات المتداولة لتصبح 671 شركة وكذلك زاد رأس المال السوقي ليصبح 11.2 مليار جم بنسبة 31% من إجمالي الناتج المحلي، وكذلك زاد إجمالي قيمة التداول على الأوراق المقيدة ليصبح 20.8 مليار جم إلا أن حجم التداول انخفض بنسبة 40% عن عام 2001 ليصبح 707 مليون ورقة، وكذلك انخفض عدد العمليات للأوراق المقيدة ليصبح 739.25 ألف ورقة.

واستمر رأس المال السوقي في الزيادة وكذلك عدد العمليات وقيمة التداول وحجم التداول إلى أن وصل إلى ذروته في عام 2005، حيث زاد رأس المال السوقي عام 2005 إلى 45.6 مليار جم بنسبة قدرها 87% من إجمالي الناتج المحلي مقابل 24.3 مليار جم بنسبة قدرها 35% من إجمالي الناتج المحلي عام 2004.

كما زاد إجمالي قيمة التداول على الأوراق المقيدة ليصل إلى 151 مليار جم عام 2005 بنسبة زيادة 317.59% عن عام 2004 الذي كان إجمالي قيمة التداول به 36142 مليون جم فقط، كما زاد حجم التداول بنسبة 135% عن عام 2004 الذي كان 1786 مليون ورقة ليصبح 4199 مليون ورقة عام 2005، وأيضا زاد عدد العمليات ليصبح 3992 ألف عملية مقابل 1675.28 ألف عملية عام 2004، بزيادة قدرها 138.31%.

وفي عام 2004:

نجحت البورصة المصرية خلال هذا العام، ولقد كانت الطفرات التي شهدتها مؤشر البورصة EGX30 ليبلغ أعلى مستوياته منذ تدشينه في عام 1998، مسجلا 2568 نقطة في نهاية العام وقدرت نسبة ارتفاعا 122% مقارنة بسنة 2003.

وفي عام 2005:

خلال عام 2005 غلب الاتجاه التصاعدي على أداء مؤشر EGX30 وذلك كتواصل للاتجاه الذي بدأه السوق منذ عام 2003. فبعد أن حقق السوق ارتفاع بنحو 135% و 122% خلال عامي 2003 و 2004 على التوالي، جاء عام 2005 ليشهد السوق أكبر ارتفاع سنوي في تاريخه حيث ارتفع بنحو 146%، وتبلغ إجمالي الارتفاعات خلال فترة 2003-2005 نحو 1183%، ليغلق عند مستوى 6325 نقطة وهو أعلى مستوى للمؤشر منذ تدشينه.

وفي عام 2006:

نجحت البورصة المصرية في عام 2006 في أن تكون مقصدا رئيسيا لجذب الاستثمارات الأجنبية سواء العربية أو غير العربية، وهو ما انعكس في زيادة حجم الصناديق والمؤسسات غير المصرية في السوق فضلا عن المستثمرين الأفراد من العرب والأجانب، كما أن دخول المستثمرين العرب والأجانب إلى السوق المصري له تأثيره الإيجابي لزيادة أسعار الأسهم.

كما واجه سوق الأوراق المالية المصري بعض الاهتزازات وعدم الاستقرار خلال عام 2006 في الفترة من ابريل حتى أكتوبر 2006 طبقا لمؤشر EGX30، فبعد أن كان المؤشر في 2-1-2006 بـ 6502.6 نقطة ارتفع بشدة ليصل إلى 8139.96 في 1-2-2006 ليكون أعلى نقطة له خلال عام 2006 ثم بدأ في الانخفاض بعد ذلك في موجة تصحيحية بدأت في منتصف فبراير إلى أن وصلت في 27-2006 إلى 4602.8 نقطة فقط واستمرت في تلك المعدلات المنخفضة حتى 20-7-2006 حيث تجاوز المؤشر بعد ذلك حاجز الـ 5000 نقطة فوصل في 24-7-2006 إلى 5132.2 نقطة، مما أعطى بعض الأمل في انفراجة في السوق ثم انتهى العام بـ 6983.41 نقطة للمؤشر في 28-12-2006 مؤكدا على التماسك السوق بعد تلك الأزمة التي مرت به، ومحل البعض المستثمرين العرب مسؤولية الصعود العشوائي للأسهم بالبورصة المصرية في ظل المضاربات عليها والدخول والخروج غير المبرر والعشوائي الذي اضر بالسوق على عكس المستثمرين الأجانب لأن عمليات دخولهم وخروجهم متأنية.

في عام 2007:

شهد السوق المصري أداء تصاعدياً خلال عام 2007 مواصلاً اتجاهه الصعودي الذي بدئه منذ منتصف 2006، ومتجاوزاً عدة صدمات أصابت الأسواق الناشئة خلال العام 2007، يأتي في مقدمتها التراجع الحاد الذي شهدته الأسواق الأوروبية والآسيوية والأمريكية في فبراير 2007 وأزمة القروض العقارية الأمريكية التي أثرت بشكل ملحوظ على الأسواق العالمية، وألقت بظلال حول فرص نمو الاقتصاد الأمريكي والعالمي خلال العام 2008 .

وقد استطاع السوق المصري أن يربح % 51 خلال العام الحالي وهو من أعلى المستويات التي تحققت على مستوى الأسواق الناشئة، واستطاع أن يكسر أعلى مستوياته التاريخية ليتجاوز مؤشر

EGX30 حاجز 10500 نقطة وهو أعلى مستوى يتحقق في تاريخ البورصة مقارنة بأعلى قيمة سجلت للمؤشر من قبل (8140 نقطة خلال عام 2006)¹.

وقد بدأ السوق العام بارتفاع ملحوظ هذا العام كاستمرار لأدائه في 2006، وساعد في دعم هذا الاتجاه قرار تخفيض الجمارك على 1114 بند جديد، لخفض المتوسط العام للتعريفات الجمركية بنحو 25 % من 9% إلى 6.9 %، وذلك بهدف تسهيل التجارة وتشجيع الاستثمار وهو ما أعطى الثقة للسوق في التزام الحكومة بالإصلاح الاقتصادي.

في عام 2008:

واجه المؤشر العام للسوق المصري EGX30 ضغوطاً شديدة خلال العام 2008، فمع أزمة الغذاء العالمية والارتفاعات الحادة التي شهدتها أسعار السلع العالمية وتزامن ذلك مع اضطرابات أسواق المال في العالم مع الإعلان عن انخفاض توقعات نمو الاقتصاد الأمريكي وظهور مخاوف من تراجع معدل نمو الاقتصاد الصيني، فقد شهد المؤشر تراجعاً خلال الشهر الأول من العام إلا أن السوق عاود الصعود مرة أخرى بسرعة واستمر في الأداء بشكل جيد حتى بداية شهر ماي، حيث ارتفع مؤشر EGX30 خلال تلك الفترة بنحو 13% ليصل إلى أعلى مستوياته على الإطلاق مقرباً من حاجز 12 ألف نقطة. وكانت ثاني الصدمات التي تعرض لها السوق في نفس العام هو انتشار شائعة فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية في البورصة، وبالرغم من نفى الحكومة هذه الشائعة، إلا أن السوق تراجع بقوة حتى منتصف شهر أوت ليخسر المؤشر EGX30 نحو 34 % وهي من أكبر الخسائر التي تحققت للمؤشر في فترة قصيرة.

ومع بدء استقرار السوق ومعاودة الصعود مرة أخرى اصطدم كبقية أسواق العالم باندلاع مفاجئ للأزمة المالية العالمية، وذلك بالإعلان عن انهيار بنك (ليمان براذر) ومع استمرار الإعلان عن تعثر مؤسسات مالية عملاقة كان السوق يتراجع وزاد من حدة التراجع حالة من الذعر التي سادت المستثمرين في العالم كله، ليخسر مؤشر EGX30 نحو 52% منذ بداية الأزمة وحتى الأسبوع الثالث من شهر نوفمبر.

ومع بداية شهر ديسمبر وإعلان الحكومة المصرية عن حزمة من القرارات الاقتصادية التي تستهدف تنشيط الاقتصاد المصري، بالإضافة إلى التحركات الدولية التي تستهدف مواجهة الأزمة وفي مقدمتها خطط الإنقاذ التي رصدت لها الولايات المتحدة الأمريكية 700 مليار دولار وقيام البنوك المركزية الرئيسية في العالم بتخفيض سعر الفائدة لأدنى مستوى في تاريخ الاقتصاد، حيث خفض البنك الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة إلى ما بين صفر و 0.25 % وهو المستوى الذي لم تنخفض إليه سعر

¹ - تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2007، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2008، ص: 06

الفائدة من قبل، فقد انخفضت حدة التراجع بشكل ملحوظ وبدأ مؤشر EGX30 في التحسن وتعويض جزء من خسائره ليغلق المؤشر العام عند مستوى 4596 نقطة بتراجع قدره 42% منذ بداية الأزمة ونحو 56% عن نهاية 2007.

في عام 2009:

شهد مؤشرات البورصة اتجاهًا عامًا صعوديًا خلال العام 2009 وذلك بالرغم من تداعيات الأزمة العالمية، حيث تراوح نمو المؤشرات الرئيسية للبورصة ما بين 33-36%، حيث سجل مؤشر EGX30 ارتفاعًا بنحو 35% وليسجل نحو 83% منذ أدنى مستوى له على مدار العام. وقد بدأت المؤشرات العام بتراجع ملحوظ خلال شهر يناير كاستمرار لآثار الأزمة العالمية على أداء أسواق المال، ومع بداية شهر فبراير بدأ السوق في رحلة صعود قوية بعد أن بلغ أدنى مستوياته على مدار أربع سنوات تقريبًا، واستمر السوق في الصعود بشكل حتى منتصف شهر يونيو والذي شهد حركة تصحيح استمرت حتى شهر يوليو، إلا أن السوق بدأ في الصعود مرة أخرى حتى استطاع كسر حاجز 7 آلاف نقطة في نهاية شهر سبتمبر مسجلًا أعلى مستوياته خلال 12 شهر تقريبًا.

ومع بداية شهر نوفمبر دخل السوق في حركة تصحيحية وتزامن ذلك مع الإعلان عن أزمة دبي المالي، حيث تراجع السوق في أول جلسات العمل في أعقاب شهر نوفمبر بنحو 9%، إلا أن السوق تمكن من الصمود وتجاوز الأزمة بشكل سريع، ليصعد بنحو 7% خلال شهر ديسمبر مغلقة العام على صعود قوى يؤكد قوة سوق المال المصري وقدرته على مواجهة الصدمات.

في عام 2010 :

حقق السوق المصري معدلات نمو جيدة خلال عام 2010 حيث سجلت مؤشرات البورصة اتجاهًا عامًا صعوديًا بلغ نحو 15% وفقًا لمؤشر EGX30، وبالرغم من الأداء الجيد للسوق بصفة عامة إلا أنه كان قادرًا على تحقيق نمو أفضل مقارنة بأداء الأسواق الناشئة التي حققت ارتفاعًا قويًا، ويرجع ذلك إلى تعرض السوق المصري لضغوط قوية نجمت عن بعض الضغوط التي تعرضت لها بعض الأسهم القيادية في أسواق خارجية، بالإضافة إلى بعض المنازعات القضائية التي مست قطاع العقارات. ورغم ذلك فقد نجح السوق في استيعاب تلك الضغوط والنمو في المتوسط بنحو 15%.

وقد بدأ السوق العام بأداء جيد خلال شهر فبراير ومارس حيث كسر مؤشر EGX30 حاجز 7 آلاف نقطة. وعلى الرغم من التراجع الذي شهده السوق خلال تعاملات النصف الأول من شهر مارس إلا أنه عاود الصعود مرة أخرى بقوة ليصل لأعلى نقطة له خلال السنة (7603 نقطة) وذلك بنهاية شهر أبريل.

ومع نهاية شهر أبريل بدأت المؤشرات بالتراجع وذلك بعد إعلان أزمة اليونان واستمرت في التراجع ليصل مؤشر EGX30 لأقل قيمة له (5850 نقطة) في شهر جويلية، إلا أن السوق تمكن من

الصعود مرة أخرى واستمر في الصعود بشكل جيد حتى نهاية العام حيث كسر المؤشر حاجز 7 آلاف نقطة ليصعد من أقل مستوى له بنحو 22% خلال ستة أشهر تقريباً. وقد أغلق المؤشر عند مستوى 7142 نقطة في نهاية العام.

وفي عام 2011:

أنهت البورصة المصرية عام 2011، الذي يراه كثيرون الأسوأ على الإطلاق، بخسارة كبيرة، حيث تراجع مؤشر البورصة الرئيسي EGX30 بنسبة 49.3% ليغلق عند 3622.35 نقطة، وذلك بعد مبيعات مكثفة من قبل المؤسسات وصناديق الاستثمار الأجنبية والتي بلغت صافي مبيعاتها بنهاية العام أكثر من 4.3 مليار جنيه. وشهد عام 2011 كذلك أطول فترة إغلاق للبورصة المصرية منذ تسعينات القرن الماضي لمدة 55 يوماً متصلة جراء الأحداث التي تعرضت لها البلاد، أثناء وبعد ثورة الخامس والعشرين من يناير الماضي. والجدولين التاليين يوضحان تطور سوق الأوراق المالية (سعر الإغلاق) في مصر من سنة 2005 حتى 2011.

الجدول رقم (4/02)

تطور أداء مؤشر EGX30 من سنة 2005-2011

السنة	قيمة المؤشر (نقطة)	نسبة التغير مقارنة (%)
2005	6325	146.30
2006	8140	28.70
2007	10500	22.48
2008	4596	128.46-
2009	6209	25.98
2010	7142	13.06
2011	3622.35	49.3-%

المصدر: تقارير البورصة المصرية السنوية لعدة سنوات من سنة 2005-2011

الجدول التالي يوضح طبيعة المتعاملين في البورصة المصرية خلال الفترة من 2005-2011 من حيث صفتهم القانونية (أفراد أم مؤسسات) ومن حيث الجنسية "مصريين أم أجانب).

الجدول رقم (4/03)

طبيعة المتعاملين في البورصة المصرية من حيث الجنسية

(من قيمة التداول %)

الجنسية	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مصريون	70	67.5	68	72	76	69	77
أجانب	30	32.5	32	28	24	31	23

المصدر: تقارير البورصة المصرية السنوية لعدة سنوات من سنة 2005-2011

وفي الجداول السابق يتضح ارتفاع الوزن النسبي للمتعاملين الأجانب في البورصة المصرية من 30% من إجمالي قيمة التداول عام 2005 إلى 32.5% في عام 2006، ثم حافظت على نفس النسبة تقريبا في السنة الموالية 2007، ثم تراجع الوزن النسبي للمتعاملين الأجانب في البورصة المصرية سنة 2008 إلى 28% ويرجع السبب إلى الأزمة المالية العالمية الأمريكية التي ظلت على البورصة المصرية، وازدادت حدتها حتى نهاية سنة 2009 بحيث تقلصت النسبة ووصلت إلى 24%. أما في سنة 2010 فاستقر السوق العالمي وزدادت الاستثمارات الأجنبية في السوق المصرية مما أدى إلى ارتفاع الوزن النسبي للمتعاملين الأجانب في البورصة المصرية حيث وصلت إلى 31%. ثم تراجعت بعد الثورة المصرية في سنة 2011 حيث انخفضت إلى أدنى مستوياتها ووصلت إلى 23%.

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهيئته العامة¹

أولا: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر

طبقا لقانون رقم (121) لسنة 1989 فان للبورصة المصرية ثلاث أطراف وهم :

1- أعضاء البورصة : وينقسم أعضاء البورصة المصرية إلى ثلاث أنواع من الأعضاء :

أ- أعضاء عاملين: وهم سماسرة الأوراق المالية

ب- أعضاء منظمين: وهم أعضاء من البنوك والشركات وصناديق الاستثمار العاملة في مجال الأوراق المالية والتي يصدر بتحديداتها قرار من الوزير المختص، ويقوم الأعضاء المتضمنون بإرسال أوامر البورصة (بالبيع والشراء) إلى السماسرة مباشرة ودون وسيط، وتستحق (5%) من قيمة العمولة على صفقات الأعضاء المتضمنين إلا فيما يتعلق بعمليات إعادة البيع والشراء.

ج- أعضاء مراسلين : وهم من السماسرة المقيدين في البورصات الأجنبية، حيث انه يشترط أن يعمل السماسر المراسل من خلال سمسار مصري ويشترط المعاملة بالمثل.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 69

2- إدارة البورصة: يتم إدارة البورصة من خلال عدة أجهزة و تتمثل في :

أ- لجنة البورصة: وهي تتكون من سبعة عشر (17) عضوا مقسمين كالتالي: تسعة (9) سماسرة، وخمسة (5) أعضاء منظمين، وثلاثة (3) أعضاء يقوم الوزير المختص بتعيينهم لمدة سنتين .

وتختص اللجنة بعدة مهام نوجزها في النقاط التالية:

- عليها القيام بتحقيق حسن سير العمل في البورصة بما تقتضيه الظروف من إجراءات.

- لها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة والمندوبين الرئيسيين والوسطاء، وذلك وفقا للقواعد

المنصوص عليها في القوانين واللوائح.

- لها أن تقرر بأغلبية خاصة تحديدا حدا أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار إقفال اليوم السابق

للقرار، وذلك في حالة ما إذا طرأت ظروف خطيرة على أن يتم عرض ما تم اتخاذه من قرار على الوزير المختص والذي يقرر قبوله أو رفضه إيقاف تنفيذه.

ب - مكتب لجنة البورصة: ويتكون مكتب لجنة البورصة من رئيس للمكتب ونائب له، وأميناً

للسندوق، ويقوم المكتب بتنظيم أعمال اللجنة، كما يقوم بالإشراف عليها.

ج- الجمعية العامة: وتتكون الجمعية العامة من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين، وتختص الجمعية

بالتصديق على كل من الميزانية وحساب الإيرادات والمصروفات، كما أن عليها إبداء التوصيات في جميع أمور البورصة.

د- اللجنة العليا للبورصات: يتم تشكيل اللجنة العليا للبورصات برئاسة هيئة سوق المال وعضوية

مكتب لجنة كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات. ومهمة اللجنة العليا للبورصات تتمثل في اتخاذ الإجراءات اللازمة من اجل التأكد من تطبيق القوانين واللوائح في كافة البورصات وإتباع أساليب عمل موحدة .

هـ- هيئة تحكيم البورصة: ويتم تشكيل هيئة التحكيم من اجل الفصل في أي منازعة تقع بين

أعضاء البورصة والوسطاء الرئيسيين وبعضهم البعض وبينهم وبين أي عميل، ولكن ذلك بشرط اتفاق الطرفين على التحكيم لدى الهيئة، والقرارات التي تتخذها هيئة التحكيم هي قرارات نهائية غير قابلة للاستئناف.

و- مجلس التأديب: ويختص هذا المجلس بالفصل في المخالفات التي تقع في تنفيذ أحكام وقوانين

البورصة ولوائحها وكذا الفصل في جميع مسائل حسن سير العمل والنظام داخل البورصة. ويتم تشكيل هذا المجلس برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائب رئيس مجلس البورصة ومن عضوية عضو منظم وعضو معين من أعضاء البورصة.

3- سمسرة الأوراق المالية ومعاونيهم:

أ- السمسار: هو أخصائي في الشؤون المالية ولديه الخبرة والكفاءة اللازمة للتعامل داخل الأسواق المالية والبورصات وخاصة في الأوراق المالية.

"ويعرف السمسار في مصر بأنه شخص له دراية وخبرة في شؤون الأوراق المالية، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية. ولا يجوز للسمسار أن يعقد صفقاته باسمه أو لحسابه أو لحساب أي من أقاربه، وان يكون محايداً تماماً في عقد الصفقات"¹. وذلك حتى لا يقوم باستغلال عملاءه عن طريق البيع لهم أو الشراء منهم لصالحه أو لصالح أي من أقاربه لعلمه الكامل بأحوال السوق واتجاهاته. ويعتبر السمسار متضامناً مع وسطائه ومندوبيه تضامناً مالياً لأي غرامات قد تقع عليهم.

كما يجب أن يكون أميناً على أسرار العملاء ولا يقوم هو أو أي من معاونيه (وسيط/مندوب رئيسي) بإعطاء أي معلومات عنهم لأي جهة ما كانت.

كما يجب ذكر الشروط الواجب توافرها في السمسار في البورصة المصرية وتمثل في النقاط التالية :

- أن يكون مصرياً بالغاً من العمر خمسة وعشرين عاماً كاملة.
- أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية.
- أن يثبت حسن سيرته ونزاهته التجارية.
- ألا يكون قد أشهر إفلاسه في مصر أو في خارج مصر أو حكم عليه في قضايا تمس الشرف.
- أن يكون لديه رأس مال في مصر لا يقل عن عشرة آلاف جنيهاً منها ثلاثة آلاف على الأقل نقداً.

- أن يجتاز بنجاح امتحاناً تحريراً وشفوياً أمام لجنة القبول، للتأكد من قدرته وتوافر المعلومات الكافية لمزاولة المهنة والوفاء بحاجة عملائه.

- ألا يمارس أي أعمال تجارية غير البورصة (فلا يحق له أن يكون مستشاراً أو خبيراً بأحد الشركات أو المصارف، كما لا يحق له أن يكون عضواً في مجلس إدارة إحدى الشركات).

- أن يكون قد عمل لمدة ثلاث سنوات على الأقل كوكيل لأحد الأعضاء العاملين أو المنظمين بالبورصة أو أن يكون قد عمل لمدة ثلاث سنوات مندوباً رئيسياً أو أن يكون قد عمل لمدة أربع سنوات وسيطاً في البورصة.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات-مرجع سابق- ص 73.

ب - الوسيط:

- وعرف المشرع المصري الوسيط المالي على أنه "هم الشخص الطبيعي أو المعنوي يشكل حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال".
- كما يمكن تلخيص الشروط الواجب توافرها في الوسيط في البورصة المصرية:
- أن يكون مصرياً ولا يقل سنه عن 21 عاماً كاملة.
 - أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية.
 - أن يستوفي كافة الشروط التي تنص عليها لائحة البورصات المصرية.
 - أن يكون قد قضى عامين على الأقل في العمل باجر في احد مكاتب سمسة البورصة أو في مصرف من المصارف العاملة في مصر.
 - أن يقوم السمسار الذي يرغب في أن يعمل لديه بتزكيته وترشيحه.

ج - المندوب الرئيسي:

- تتميز خصائص وظيفة المندوب الرئيسي في النقاط التالية:
- ويعرف على أنه "مساعد السمسار".
 - وهو مستخدم باجر يعمل لدى السمسار ويعاونه في تنفيذ الأوامر في المقصورة.
 - لا يجوز له العمل إلا لسمسار واحد وباسم ذلك السمسار وحسابه وتحت مسؤوليته (مثلته في ذلك مثل الوسيط).
 - لا يمكن اعتباره طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار فهو مجرد منفذ لها.
 - لا يجوز له العمل لحسابه الخاص
 - لا يجوز له الجمع بين عملي "وسيط" و"مندوب رئيسي"، كما يجب أن تتوافر فيه نفس الشروط المطلوب توافرها في الوسيط"

ثانياً - الأوراق المالية في البورصة المصرية:

- يجب أولاً أن تتقدم الشركة أو المنشأة بطلب قيد أوراقها المالية في جميع البورصات (الكائنة في الدولة)، وذلك خلال سنة من تاريخ إصدارها ويتم عرض الطلب على لجنة للفحص والدراسة، ثم قبولها. وتمثل مراحل إصدار وتداول الأوراق المالية على الشكل التالي:

1- كيفية إصدار الأوراق المالية في البورصة المصرية:

- أ- يتم إصدار الأوراق المالية في حالتين:
 - في حالة تأسيس شركة جديدة.
 - في حالة قيام شركة قائمة لزيادة رأسمالها.
- ب- يتم إصدار في السوق الأولى من خلال مؤسسة متخصصة وعادة ما تكون احد البنوك.

ج- يتم الإصدار من خلال الدعوة العامة للاكتتاب في الأسهم المصدرة.

د- شروط القيام بالاكتتاب:

- **الشروط الأول:** ألا يقل رأس المال المصدر للشركة المساهمة أو التوصية البسيطة عند التأسيس عن

مليون جنيه.

- **الشروط الثاني:** ألا يقل ما يكتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر.

الشروط الثالث: أن تتم الدعوة للاكتتاب العام بواسطة "نشرة الاكتتاب" التي تكون معتمدة من قبل

الهيئة العامة لسوق المال، للتأكد من قدرة المشروع على تحقيق نتائج معينة وان تكون على النماذج التي تقرها الهيئة، وعلى نشرة الاكتتاب أن تتضمن عدة بيانات تختلف باختلاف العرض من إصدار الورقة المالية:

- عند الاكتتاب العام في حالة التأسيس يجب أن تتضمن البيانات العامة.

- عند إصدار أسهم عينية يجب أن تتضمن بيانات إضافية.

ويتم قيد الشركات في الجدول الرسمي أو في الجداول غير الرسمية (1) و(2)¹، ولكي يتم قيد

الشركات في الجدول الرسمي يجب أن تكون الشركات لديها على الأقل (150) حاملا للأسهم وان يكون

30% من أسهمها معروضا في سوق الأوراق المالية للتداول، أو أن تكون إحدى الشركات الخاضعة

للقانون رقم (203) لسنة 1991 (قانون تخصيص الشركات).

وإذا لم تستوف الشركة كافة شروط الإدراج في الجدول الرسمي يمكنها تسجيل أوراقها في السوق غير

الرسمي².

2- الشروط المطلوبة لقيد الورقة المالية:

تتوقف الشروط تبعا لنوع الأوراق المالية من حيث كونها سهم أو سند

أ- **الشروط المطلوبة لقيد الأسهم في البورصة المصرية:**

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسين ألف جنيه.

- أن تكون الأسهم في شكل صكوك من فئة خمسة أسهم أو مضاعفاتها على ألا يجاوز الصك

الواحد (ألف سهم).

- أن تقدم الشركة المصدرة للسهم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب

قيدها في البورصة، أو أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام.

- أن يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل.

¹- Bqsse; I.Azab.the performance of the Egyptian Stock Market .the University of Birmingham.Business School. Sept.2002.p :34

² - تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 1991، ص: 09

- في حالة تقسيم قيمة الأسهم، لا يقل المدفوع عن ربع تلك القيمة وفي تلك الحالة تقييد السهم في جدول الأسعار المؤقتة لحين سداد القيمة بالكامل.

ب- الشروط المطلوبة لقيود أسهم الشركات الأجنبية في البورصة المصرية:

- يجب أن تكون الشركة مقيدة منذ سنتين في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.

- ألا تقل القيمة الاسمية لكل سهم بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه مصري واحد تقريبا.

- أن تكون الأسهم صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

ج- الشروط المطلوبة لقيود السندات في البورصة المصرية:

- بالنسبة لسندات الشركات المصرية يجب أن تكون الشركة قد تم قبولها وقيدت أسهمها بالبورصة فعلا.

- بالنسبة للسندات الصادرة من الحكومة والهيئات العامة والأوراق المالية التي تضمنها الحكومة فتقبل للقيود بالبورصة بقرار من وزير الاقتصاد.

- بالنسبة للسندات الخاصة بالشركات الأجنبية فيتطلب توافر نفس الشروط اللازمة لقبول الأسهم الخاصة بالشركات الأجنبية.

- أن تكون السندات صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

ثالثا - مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر:

بورصة الأوراق المالية في مصر لها عدة مؤشرات يتم بها قياس أداء السوق ومن تلك المؤشرات:

1- مؤشر هيئة سوق المال: (CMAI) The Capital Market Authority Index

وبدأ العمل بهذا المؤشر في الثاني من يناير من عام 1992، ويترجم به كل الأسهم المقيدة في البورصة مرجحة لوزنها النسبي في السوق (مرجحة برأس مالها السوقي)، إلا أن هذا المؤشر مؤشر مطلق حيث أن نسبة كبيرة جدا من الشركات المقيدة في البورصة هي شركات مغلقة ولا يتم التداول عليها فأخذها في الحسبان يعطي مؤشرا غير حقيقيا لما يحدث في البورصة.

2- مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية¹:

Cairo & Alexandria Stock Exchanges Index (CASE30)

بدأ العمل بالمؤشر في 1 يناير 1998 بقيمة ألف وبدأ نشره في 1 فبراير 2003 نتيجة لأنه قد تم احتسابه بأثر رجعي لمدة خمس سنوات وقد صدر المؤشر بدلا من مؤشرين آخرين هما CASE50 لإجمالي

¹ - تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 2003، ص: 10.

العائد و CASE50 للسعر والذي بدأ العمل بهما في 1 يناير 2000 وتوقف العمل بهما في 31 يناير 2003.

ولـ CASE30 بعض المقاييس الأساسية المستخدمة وهي:

- تصنيف جميع الشركات التي تم تداول أسهمها خلال الستة أشهر الأخيرة حسب إجمالي القيمة المتداولة لكل شركة واختيار ثلاثون شركة هم الأكثر نشاطا .

- تعتبر السيولة من أهم معايير اختيار الشركات التي يتلف منها المؤشر، حيث يتم اختيار أعلى ثلاثون شركة من القائمة سيولة ونشاط على أن تكون الشركة قد تم تداول أسهمها في خمسين بالمائة من عدد أيام التداول خلال الستة أشهر الأخيرة أي لمدة 60 يوم على الأقل.

- يرجح المؤشر برأس المال السوقي المعدل لكل شركة في المؤشر بعد اخذ الأسهم حرة التداول Free Float في الحساب برأس مال السوق.

- يشتمل فقط على الأسهم المدفوعة بالكامل.

- يجب ألا تقل نسبة التداول الحر عن 15 % كحد أدنى للشركات المدرجة في المؤشر ويتم مراجعة نسب التداول الحر بواسطة إدارة الإفصاح في البورصة .

- يتفادى التركيز على صناعة بعينها.

- يستبعد المؤشر الملكية المزدوجة Cross Holding بين الشركات والتي تصل إلى 30 % أو أكثر عند اختيار الثلاثون شركة.

- تتم مراجعة المؤشر مرتان سنويا (أخر يناير وأخر يوليو) لإجراء التعديلات والاستبعادات والإضافات من الشركات.

3- مؤشر مجموعة هيرمس المالية¹: (HFI) Hermes Financial Index وقد بدأ العمل به في الثاني من يناير من عام 1993، ويرصد المؤشر عددا من الشركات النشطة في السوق ويتم تعديل المؤشر كل ثلاثة أشهر وهو مؤشر مرجح برأس المال السوقي.

4- مؤشر المجموعة المالية المصرية: Egyptian Financial Group (EFGI)

وقد بدأ العمل به في 2 يناير 1993 ويتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر .

رابعا- الهيئة العامة لسوق المال في مصر²

الهيئة العامة لسوق المال هي جهة الرقابة المسؤولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر، وقبل القيام بإنشاء هذه الهيئة كانت الحكومة تقوم بتعيين مندوب يقوم بمراقبة وتنفيذ قوانين ولوائح البورصة

¹ - المجموعة المالية هيرمس لإدارة الأصول، صناديق الاستثمار "الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرة المجموعة، 2007، ص: 06

² - وزارة الاستثمار، الهيئة العامة لسوق المال، منشورات الوزارة، 1991، ص: 04

والاعتراض على القرارات التي تصدرها الجمعية العامة ولجنة البورصة إذا صدر منها ما يخالف قوانين البورصة أو لوائحها. إلا أنه بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال أصبحت الهيئة هي المسؤولة عن تلك المهام. تأسست الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم 520 عام 1979 ولكنها لم تتول كامل مهامها إلا بحلول التسعينات مع صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية، وخلال تلك الفترة كان دورها الأساسي هو تدعيم إحياء سوق المال. بمصر عن طريق توجيه مؤسسات السوق وتوعية المستثمرين المحتملين وتعزيز البنية الأساسية القانونية والتنظيمية والتشغيلية، وفي الوقت ذاته ساعد البرنامج إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبخاصة برنامج خصخصة الشركات المملوكة للدولة، على تصعيد نمو السوق، ونتيجة لهذه الجهود زاد رأس المال السوقي من 5 مليار جنيه مصري عام 1990 إلى 456.2 مليار جنيه مصري بنهاية عام 2005. إلى بنهاية عام 2010.

تتمثل أهم مهام الهيئة العامة لسوق المال في¹:

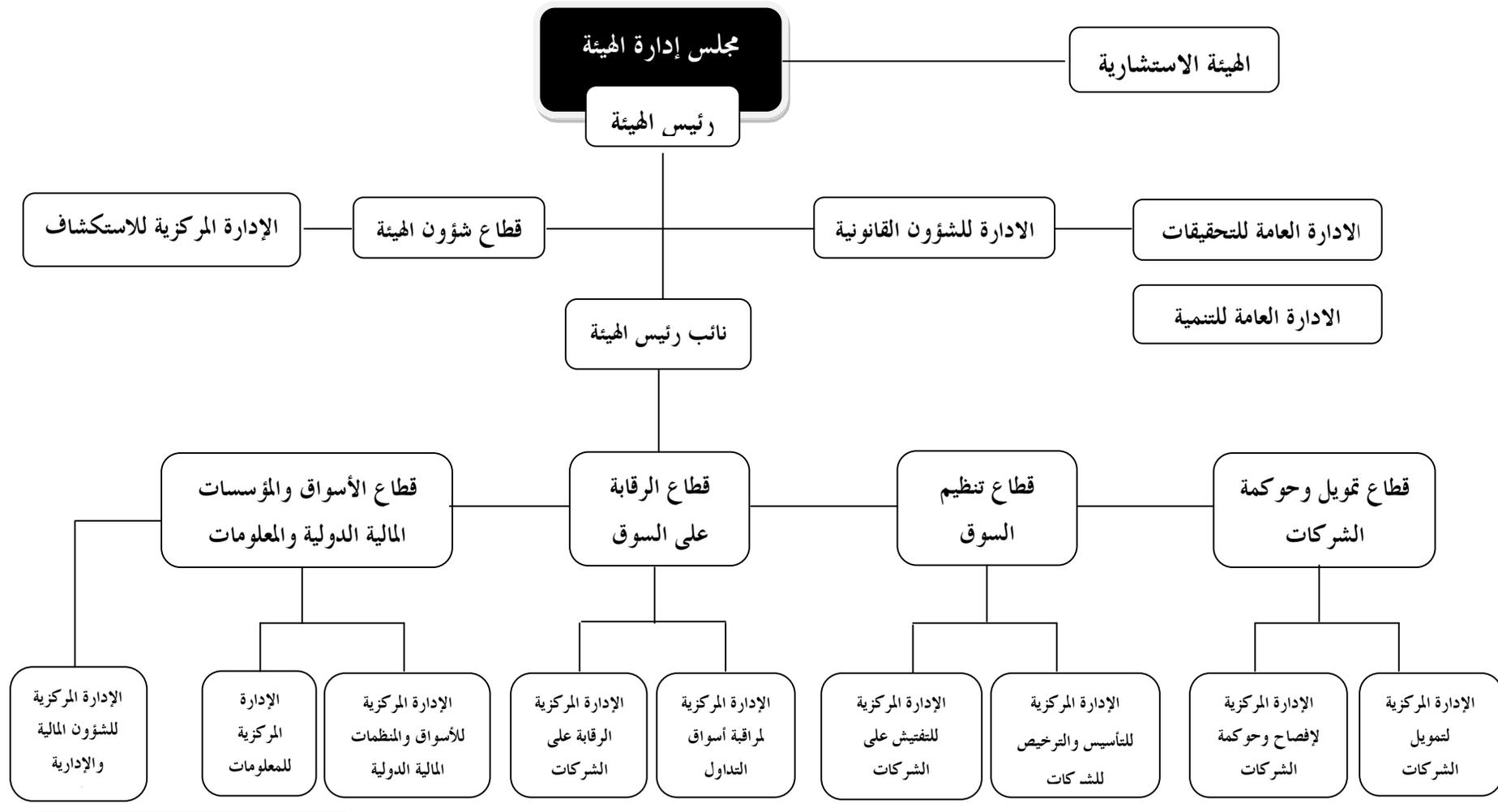
- تشجيع قيام أسواق أولية وثنائية للأوراق المالية تتسم بالكفاءة والتنظيم ويحكمها تشريع متكامل.
- إلزام الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والشركات المصدرة بتطبيق التشريعات الحاكمة لسوق رأس المال وأهمها قانون سوق رأس المال رقم 1992/95 ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، وقانون الإيداع والقيود المركزي رقم 2000/93 ولائحته التنفيذية، وقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية.
- اعتماد نشرات الاكتتاب للصادرات الجديدة من الأوراق المالية
- مراجعة مذكرات المعلومات للطرح الخاص من الأوراق المالية
- منح التراخيص لشركات الوساطة في الأوراق المالية
- حماية حقوق الأقلية من المساهمين
- تطبيق متطلبات الإفصاح طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية المبنية على معايير المحاسبة الدولية.
- الرقابة على الأسواق لتحقيق نزاهة وشفافية التداول في الأوراق المالية وكشف الغش والتحايل، وتشمل أعمال الرقابة متابعة إفصاح الشركات المدرجة بالبورصة ومراقبة تداول الأوراق المالية والتفتيش على شركات الوساطة في الأوراق المالية.
- دعم نمو وتطور سوق المال في مصر ويشمل ذلك تشجيع إدخال أدوات مالية واليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين
- حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة لقوانين ولوائح البورصة أو للصالح العام.

¹ - خالد محمد يسري الموازيني، البورصة في مصر 1995 "الخصائص - مؤشرات النجاح"، منشورات مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، 1996، القاهرة، ص: 18

- كما تسعى الهيئة إلى تطوير وتنمية سوق المال المصري ليصبح أكثر كفاءة وقدرة تنافسية لجذب وتوجيه المدخرات المحلية والأجنبية للاستثمار في مصر، وذلك من خلال تطبيق المعايير والممارسات الدولية المطبقة بأسواق المال المتقدمة والصاعدة، وبحيث يصبح سوق المال المصري رائدا على المستوى الإقليمي بين أسواق دول الشرق الأوسط والدول العربية، كما تسعى الهيئة لتحسين أدائها ورفع قدراتها وكفاءتها الرقابية وفقا لأفضل المعايير والممارسات الدولية من خلال تطوير التشريعات والقواعد ونظم العمل الداخلية بالهيئة بما يحقق الفاعلية والكفاءة في أداء دورها الرقابي، وبما ييسر ويشجع المستثمرين والمتعاملين في أسواق المال على إنجاز تعاملاتهم بأمان وكفاءة وقل تكلفة.

وفيما يلي الشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال في مصر .

الشكل رقم (4/04) : هيكل الهيئة العامة لسوق المال في مصر¹



¹ - غادة إبراهيم هاشم، مرجع سابق، ص: 116

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية"

قامت الحكومة المصرية بإصدار القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق المال الذي ساهم في تنمية ونمو سوق الأوراق المالية بوجه خاص والقطاع المالي بوجه عام، ومن أهم نتائج هذا القانون السماح بإنشاء صناديق استثمار تستثمر في الأسهم والسندات المصرية المسجلة في البورصة، وعلى الصناديق أن تعهد إدارة نشاطها إلى إحدى الجهات المتخصصة (شركات إدارة صناديق الاستثمار)، ويجب أن تأخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأسمال نقدي، وأن يكون أعضاء مجلس إدارتها من غير الساهمين فيها أو المتعاملين معها، أو ممن تربطهم بها علاقة أو مصلحة. كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من الهيئة وبعد موافقة المصرف المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين حسب الأحوال أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار، ويتضح من ذلك أن الجهات التي يجوز لها مزاوله نشاط صناديق الاستثمار هي¹:

أ- البنوك.

ب- شركات التأمين.

ت- الشركات المساهمة.

كما تجدر الإشارة إلى أن تأسيس صناديق الاستثمار من قبل البنوك وشركات التأمين المعروفة كان بهدف كسب ثقة المستثمرين، وقد نص القانون على أن تكون نسبة ملكية المصرف أو الشركة المؤسسة لا تقل عن 5% طوال مدة الصندوق.

وعلى هذا الأساس ونتيجة للاستقرار والنمو النسبي الذي شهده الاقتصاد المصري خلال الأعوام السابقة فقد تمياً المناخ الجيد للاستثمار الذي حقق معظم الأهداف الاستثمارية لصغار المستثمرين والمؤسسات، حيث وصل عدد الصناديق العاملة في البورصة حالياً إلى نحو 76 صندوقاً متنوعاً تلبي كافة طلبات المستثمرين ما بين عائد تراكمي إلى صناديق للاستثمار ذات عائد دوري وتراكمي. وسيتم تناول صناديق الاستثمار في مصر من خلال المطالب التالية²:

المطلب الأول- نشأة صناديق الاستثمار في مصر وخصائصها

المطلب الثاني- الصفات المميزة والضوابط العامة لصناديق الاستثمار والرقابة عليها

المطلب الثالث- أداء شركات الوساطة الاستثمارية والرقابة عليها

المطلب الرابع - أنواع صناديق الاستثمار في مصر

¹ - حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، عين شمس، مصر، 1998، ص: 31.

² - مجلة الصور، مقالة بعنوان "بدعة الصناديق الإسلامية"، العدد 4241، الصادرة بتاريخ: 20/01/2006، ص: 12.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في مصر وخصائصها:

إن صناديق الاستثمار نوعاً من أنواع الوسطاء الماليين العاملين في سوق الأوراق المالية، كما أن صناديق الاستثمار في مصر بدأت منذ عهد ليس ببعيد "أول صندوق أنشئ في مصر هو صندوق البنك الأهلي الأول عام 1994"، لذا فإن هذا المطلب يتناول مفهوم والوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار المصرية ونشأتها

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار في مصر

نشأت صناديق الاستثمار في مصر تحت مظلة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992، من أجل إيجاد أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، حيث نصت المادة "27" منه على أن المقصود بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- السمسرة في الأوراق المالية.

ثانياً: مفهوم صناديق الاستثمار:

لقد حدد قانون رأس المال في جمهورية مصر العربية برقم 95 لسنة 1992 شكلين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار وهي:¹

- الشكل الأول: صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونياً قائماً بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به.
 - الشكل الثاني: صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين مباشرة ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مستقلة عن أموال المصرف أو شركة التأمين.
- وبناء عليه فإن صناديق الاستثمار في مصر هي صناديق تنشئها المصارف أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، بهدف تجميع الأموال من

¹ - الحسيني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص:6.

الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار، واستخدام الأموال المجمعة، بما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق .

ثالثا- الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار في مصر:

عرف قانون رأس المال الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار على النحو التالي: "استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية كإقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في المعادن النفيسة".

ومن ثم فإن صناديق الاستثمار تقدم مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، بالإضافة إلى ما تقوم به من إدارة وإشراف وعمليات بيع وإدارة بيع الأوراق المالية للجمهور، وتقوم صناديق الاستثمار بإصدار الأوراق المالية التي تتبعها للجمهور في شكل ما يسمى بوثائق استثمار، ويجب على صناديق الاستثمار أن تعلن عن أهدافها وسياساتها التي تتبعها في تكوين محفظة الأوراق المالية التي تستثمر أموالها بها.

المطلب الثاني: الصفات المميزة والضوابط العامة لصناديق الاستثمار والرقابة عليها

نظمت اللائحة التنفيذية الصادرة بقرار السيد/ وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم "135" لسنة 1993 أحكام عمل صناديق الاستثمار من حيث الشكل القانوني والغرض من إنشاء وتعاملات الصندوق ورأس ماله والاكتتاب به وضوابط استثمار أموال الصندوق ووثائقه ومدة الصندوق ومدير الصندوق، وفيما يلي إيجاز عن ذلك.

أولا- الصفات المميزة لصناديق الاستثمار:

يمكن تلخيص هذه الصفات في أربع نقاط أساسية وهي:

1- الإصدار:

يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقا مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيم متساوية، ويجب أن لا تتجاوز قيمة وثائق الاستثمار عشر أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع¹.

كما تطرح وثائق الاستثمار للاكتتاب العام وتتضمن "نشرة الاكتتاب" مجموعة من البيانات، ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد المصارف المرخص لها بذلك من وزير الاقتصاد بشرط أن لا تقل مدة الاكتتاب عن (15) يوما، وإذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب بدون تغطية جميع وثائق الاستثمار التي طرحها الصندوق، جاز له تعديل قيمة الأموال المزمع استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق بشرط ألا يقل عن 50 % من مجموع الموثق المصدره، ويسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديل جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها كما ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق

¹ - محمد الصالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1994، ص: 581

الاستثمار إلى 50 % من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها (ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاطه).

في جميع الحالات ينقضي الصندوق (ينتهي وتتم تصفية) إذا انخفض عدد الوثائق عن 25 % من العدد المكتتب فيه، وإذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق صاحب الوثيقة في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها، ترد إليه القيمة الصادرة بها الوثيقة "أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيها أقل" ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق استثمار بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها.

2- الاستثمار:

يكون استثمار أموال الصندوق بالشروط التالية¹:

- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في شراء أوراق مالية شركة واحدة على 10 % من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15 % من أوراق تلك الشركة.
- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على 10 % من أمواله وبما لا يتجاوز 5 % من أموال كل صندوق مستثمر.
- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.

- لا يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما يجاوز 10 % من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة المصرف الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق.

3- القوائم المالية والإفصاح المحاسبي:

إن دور القوائم أو التقارير المالية والإفصاح المحاسبي يتطلب تقديم معلومات عادلة ومحيدة أو غير متحيزة. ولذلك فإن المعلومات المضللة التي تشير إلى مخاطرة أقل مما هو موجود بالفعل أو معلومات قد تكون موجهة نحو هدف معين مثل التشجيع على إعادة توزيع الموارد لصالح شريحة معينة تؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة وبالتالي الإضرار بمصلحة شريحة واسعة من المستثمرين. وفي إطار متابعة الهيئة لسلامة وقوة المراكز المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية حتى لا تمتد أيديها إلى أموال عملائها، فقد حرصت الهيئة ليس فقط على متابعة التزام هذه الشركات بإعداد القوائم المالية بشكل دوري فحسب بل أوجبت على الشركات تقديم بيان يومي عن ملاءمتها المالية وفقاً لمعايير محددة وذلك كما يلي:

¹ - يسرى جرجس بسطا، مرجع سبق ذكره، ص: 111

أ- القوائم المالية للشركات:

أوجب قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 على مجالس إدارة الشركات إعداد قوائم مالية سنوية مشفوعة بتقرير مراقب حسابات عنها، وكذا إعداد تقرير عن نشاط الشركة يتم اعتمادهما من الجمعية العامة للشركة خلال 90 يوم من تاريخ انتهاء السنة المالية. وموافاة الهيئة بها وفق الدعوة الموجهة للهيئة لحضور اجتماع الجمعية العامة. أما قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 فقد أوجب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن توافي الهيئة بقوائم مالية نصف سنوية (المادة 58 من اللائحة التنفيذية من القانون). ثم وضعت الهيئة قواعد من شأنها تقديم هذه الشركات قوائم مالية ربع سنوية مشفوعة بتقرير فحص محدود من مراقب حسابات الشركة بالإضافة إلى القوائم السنوية. ونظرا لأهمية دور مراقب الحسابات في مراجعة القوائم المالية للشركات فقد وضعت الهيئة شروطا خاصة بمراقبي الحسابات الذين يرخص لهم مراجعة القوائم المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وأنشأت الهيئة لديها "موجب تعديلات قانون سوق رأس المال الصادرة بالقانون 123 لسنة 2008" سجلا خاصا بمراقبي الحسابات وأوجبت على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن يكون مراقب الحسابات من المسجلين لدى الهيئة. كما يتم متابعة مراقبي الحسابات المسجلين بالهيئة للتأكد من قيامهم بمهامهم وفقا لمعايير المراجعة المصرية والتي أصدرتها الهيئة من خلال وحدة جديدة تم إنشائها بالهيئة تحت مسمى "وحدة الرقابة على جودة أعمال مراقبي الحسابات"، وفي حالة ثبوت إخلال أي من مراقبي الحسابات بمهام وظيفته تتخذ الهيئة الإجراءات اللازمة تجاهه سواء بالإنذار أو الشطب من سجل الهيئة فضلا عن اتخاذ الإجراءات القانونية ضده. ويتولى قطاع التمويل والحوكمة بالهيئة متابعة انتظام الشركات في موافاة الهيئة بكافة القوائم المالية، ومراجعتها وكذا مراجعة تقرير مراقب الحسابات عنها، وإبداء ملاحظاته عليهما وإخطار الشركة بها ومتابعة قيام الشركة ومراقب حساباتها بتلافي هذه الملاحظات.

ب- الملاءة المالية للشركات:

لم تقف الهيئة عند متابعة القوائم المالية ربع السنوية للشركات بل حرصت على المتابعة المستمرة للمراكز المالية لبعض الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتعرف على مدى كفاية الموارد المالية للشركة للوفاء بالتزاماتها المالية في موعد استحقاقها، وهو ما يعرف بالملاءة المالية. لذلك فقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 14 لسنة 2007 بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي تهدف إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعملائها والأوراق المالية التي تتعامل فيها، بما يزيد من ثقة المتعاملين معها. وتسرى هذه المعايير على ثلاثة أنشطة فقط وهي شركات السمسرة في الأوراق المالية، والتعامل والوساطة في السندات، أمناء الحفظ، حيث تشترط هذه المعايير توافر الحد الأدنى لرأس المال المصدر والمدفوع بواقع خمسة مليون جنيه مصري للأولي وعشرة مليون جنيه مصري لكل من الثانية والثالثة. فضلا عن التزام هذه الشركات بأن تحتفظ في كل

وقت بصافي رأس مال سائل لا يقل عن 10% من إجمالي التزاماتها. وجاري حاليا بالهيئة دراسة وضع قواعد الملائة المالية لنشاط إدارة محافظ الاستثمار. وأوجب قرار مجلس إدارة الهيئة على هذه الشركات الالتزام بإعداد بيان بصافي رأس المال السائل يوميا يعتمد من العضو المنتدب والمدير المالي ويحفظ بملف خاص لدى المراقب الداخلي للشركة. على أن توافي به الهيئة والبورصة يوميا (في بعض الحالات)، وأسبوعيا، وشهريا، وربع سنوي (مع القوائم ربع السنوية)، وسنوياً (مع القوائم المالية السنوية) وتقرير مراقب الحسابات عن مراجعة هذا النموذج، وذلك في المواعيد المحددة على النحو المذكور تفصيلا بقرار مجلس إدارة الهيئة. وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة عدم التزام هذه الشركات بمعايير الملائة المالية يتم اتخاذ التدابير اللازمة وفقا لإحكام القانون 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية والقواعد والقرارات الصادرة تنفيذا لهما بما في ذلك المنع من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاومتها.

أما فيما يتعلق بالإفصاح المحاسبي والإيضاحات المتممة للقوائم المالية فإنه لا بد من تضمين البيانات التالية في حالة صناديق الاستثمار:

- عدد وثائق الاستثمار وفتاها والقيمة الاسمية للوثائق وعدد الوثائق لحاملها وإن وجدت (الحد الأقصى للوثائق هو 25% من مجموع الوثائق المصدر).
- أسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية.
- طريقة التقويم الدوري لأصول الصندوق.

ج- مجالات النشاط:

تهدف صناديق الاستثمار بصورة أساسية إلى¹ استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ويمكنها - بترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال - بالتعامل في القيم المنقولة الأخرى أو غيرها من مجالات الاستثمار، وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمان أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة.

ثانيا - الضوابط العامة لصناديق الاستثمار:

تمثل الضوابط العامة التي تحكم صناديق الاستثمار طبقا لقانون سوق المال ولائحته التنفيذية فيما يلي:

- 1- يجب أن تتخذ صناديق الاستثمار شكل المساهمة كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من هيئة سوق المال وبعد موافقة البنك المركزي أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار بشرط أن تكون لها حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى، بجانب الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة ذلك النشاط.

¹ - يسرى جرجس بسطا، مرجع سبق ذكره، ص: 114

2- يجب أن يكون رأس المال الصندوق مبلغا نقديا بحد أدنى خمسة مليون جنيه مصري كرأس مال مصدر مدفوعا بالكامل ولا يجوز المساهمة في الصندوق بحصص عينية ومعنوية، أما صناديق الاستثمار المباشر فلا يقل رأس المال النقدي المدفوع بالكامل عن عشرة مليون جنيه.

3- يجب أن يكون غالبية مجلس الإدارة من غير المساهمين في الصندوق أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم له علاقة أو مصلحة، ويحدد النظام الأساسي للصندوق طريقة تعيين هذه الغالبية، وكيفية مشاركة حملة الوثائق في اختيار هؤلاء الأعضاء، على أن يتم تشكيل مجلس الإدارة خلال صدور ترخيص مزاولة النشاط، ويدير الصندوق خلال هذه الفترة مجلس إدارة مؤقت يحدد النظام الأساسي كيفية اختياره.

4- يصدر الصندوق أوراقا مالية تسمى استثمار اسمية بقيمة واحدة مقابل الأموال التي يتلقها من المستثمرين الذين يشاركون في نتائج الاستثمارات على أن يتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك، ويجب ألا تقل قيمة الوثيقة عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيهها، ويجب إصدار الوثائق دفعة واحدة، ويحدد النظام الأساسي لشركة الصندوق الحد الأقصى لقيمة الوثائق بما لا يزيد عن عشرة أمثال رأس المال المدفوع، وبالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين فلا تزيد قيمة الوثائق عن عشرين مثل المبلغ المخصص لمباشرة النشاط، على ألا يقل ما يطرح للاكتتاب العام عن 30% من مجموع الوثائق المرخص بها ألا يقل عدد المكتتبين عن 150 مكتتب مع مراعاة أنه يتم شطب قيد الوثيقة من الجداول الرسمية ونقلها إلى جداول غير الرسمية إذا انخفض عدد مالكيها عن مائة مستثمر لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية، وكذلك تشطب الوثيقة في حالة عدم الالتزام الشركة المصدرة لها بالإفصاح المحدد بقواعد القيد وذلك بعد مضي ثلاثة أشهر من إخطارها بعدم تنفيذها لالتزاماتها.

5- يتم استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية بصفة رئيسية وقد يستثمر جزء منها في القيم المتقولة أو غيرها من مجالات الاستثمار وبترخيص من هيئة سوق المال وفي حدود التي يقررها، على أن تقدم دراسة تتضمن بيانا بمجالات القيم المتقولة وغيرها من المجالات التي يرغب في الاستثمار فيها ومبررات ذلك والنتائج المتوقعة، ولا يجوز مزاولة الأعمال المصرفية وخاصة إقراض الغير أو ضمان العملاء أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة، كما لا يجوز الاقتراض بما يتجاوز 10% من قيمة الوثائق القائمة على أن يكون اقراض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها، بجانب ضرورة مراعاة الضوابط التالية التي تحكم استثمارات الصندوق:

أ- يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب السياسة الاستثمارية للصندوق

ب- يشترط ألا تزيد نسبة الأموال المستثمرة في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 10% وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة.

ج- يشترط ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في الوثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق الأخرى عن 10% من أموالها وبما لا يتجاوز 15% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

د- لا يجوز لصندوق البنك أو شركة التأمين استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منها أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها البنوك أو يساهم فيها ذات البنك أو شركة التأمين.

هـ- يجب أن يحتفظ الصندوق بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات الاسترداد.

6- يجب أن يحتفظ الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر فيها أمواله لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي على ألا يكون البنك مالكا أو مساهما في الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التي تدير نشاطه، ويستثنى من ذلك صناديق البنوك التي يمكنها الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى نفس البنوك المنشئة لها على أن يقدم الصندوق بيانا معتمدا من البنك بهذه الأوراق إلى الهيئة العامة لسوق المال.

7- ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى 50% من إجمالي الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمراره في اجتماع تدعو إليه الجهة المنشئة له ويحضره ممثل هيئة الاستثمار، وفي جميع الأحوال ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد الوثائق عن 25% من العدد المكتتب فيه.

المطلب الثالث - أداء شركات الوساطة الاستثمارية والرقابة عليها :

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية، حتى أصبحت تدار من قبل مديرين محترفين، لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزاً. ويلزم قانون سوق رأس المال المصري الشركات التي تؤسس صناديق الاستثمار (المصارف، شركات التأمين، الشركات المساهمة) بأن توكل مهمة إدارة صناديق التي تنشئها إلى شركة الإدارة أو ما يسمى "مدير الاستثمار"، وبناء عليه سوف نستعرض في هذا المطلب ماهية مدير الاستثمار وآلية عمل مدير الاستثمار والرقابة عليه.

أولاً - ماهية مدير الاستثمار:

طورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى أصبحت تدار من قبل محترفين لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزاً وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق، أحدهما يعرف بأسلوب الإدارة السلبية، ويعرف الآخر بأسلوب الإدارة النشطة أو الإيجابية، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي:

أ - أسلوب الإدارة السلبية:

يتم وفقه توزيع المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي، كالاستثمار مثلاً في أسهم مؤشر الصناعة مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، والتي لا يقوم فيها

مدير الصندوق. بمحاولة إعادة التوازن للصندوق. بمحاولة إعادة التوازن للصندوق لتحفيز تجاوز إداة لأداء المؤشر المعني.

ب- أسلوب الإدارة النشطة أو الايجابية:

يقوم على أساس إدخال مهارات مدير الصندوق في التأثير الايجابي على أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق ويسعى مدير الصندوق إلى محاولة التنبؤ باتجاهات الأسواق، وتغيير نسب تملكهم في صناديقهم التي يديرونها وفقاً لذلك، لذا يغير المديرون وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق بشكل متواصل مما يحتم إعادة تشكيل الأسهم أو القطاعات أو تغيير نسب التملك فيها، وذلك حسب استقرائهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق. قد يتبادر إلى ذهن البعض بأن مدير الاستثمار هو شخص يقوم بدور مدير الاستثمار لصناديق الاستثمار ولكن هذا اعتقاد خاطئ، فمدير الاستثمار هو الجهة ذات الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار سواء كانت مصرية أو أجنبية متخصصة كأحد المصارف الأجنبية أو شركات الإدارة الأجنبية المتخصصة في إدارة الصناديق التي يتعامل معها صندوق الاستثمار لإدارة نشاطه بالكامل، ويعهد إليها بكل ما يخص نشاط الصندوق.

إن مدير الصناديق يعملون جاهدين لتحقيق هدفين الأول هو تعظيم العائد على الاستثمار، والثاني تقليل مخاطر الاستثمار في سوق المال، والأول يحتاج إلى مجهودات كبيرة لتحقيق عوائد المستثمرين وحملة الوثائق، أما الثاني فيهدف أيضاً إلى الحفاظ على أموال المستثمرين من التآكل وقت الأزمات وتراجع السوق لأي سبب من الأسباب، لأن صندوق الاستثمار ما هو إلا وكيل عن المستثمرين في إدارة أموالهم والبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في السوق، وهذا فيما يتعلق بالنسبة لصناديق الاستثمار العامة.

1- الشروط الواجب توافرها في مدير الاستثمار:

لا بد من توافر مجموعة من الشروط في مدير الاستثمار، حتى يتمكن من إدارة صناديق الاستثمار حسب القانون رقم 95 سنة 1992 وهذه الشروط هي:

- أن يكون شركة مساهمة مصرية، وأن لا يقل المدفوع من رأسمالها عن مليون جنيه مصري أو جهة أجنبية متخصصة وفقاً لما يحدده المصرف المنشأ للصندوق الاستثمار بالاتفاق مع هيئة سوق المال.

- توفر الخبرة والكفاءة والمهارة العالية لإدارة نشاط صناديق الاستثمار.

- أن يكون حسن السمعة، وألا يكون أعضاء الجهاز العاملين معه قد تم فصلهم تأديبياً من الخدمة أو منعهم من مزاوله مهنة السمسرة أو أي مهنة حرة، وأن لا يكون قد تعرض أحدهم للحكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في أية جريمة تمس الشرف أو الأخلاق أو الأمانة، أو بأية عقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو سوق رأس المال أو حكم بإشهار الإفلاس. إن

مضمون هذا الشرط هو نظافة تاريخ مدير الاستثمار وجميع العاملين معه، وخلوه من كافة الأحكام التأديبية¹.

- أداة تأمين تحدد قيمته وقواعده من مجلس إدارة هيئة سوق المال.

2- مخاطر وجود مدير استثمار أجنبي بدرون شريك مصري:

لو نعود قليلا إلى الوراء إلى الشروط الواجب توافرها في مدير الاستثمار لوجدنا أن المشرع قد اشترط أن تدفع تكلفة الشركة المساهمة التي تقوم بدور مدير الاستثمار ما لا يقل عن مليون جنيه نقدا كرأس مال مدفوع مع أنه لم يحدد القيمة التي يجب أن تدفعها الجهة الأجنبية كرأس مال مدفوع، ألم يفكر من النتائج المترتبة على ترك مدير استثمار أجنبي لوحده بدون وجود أي شريك مصري، في حقيقة الأمر يؤخذ على هذا الشرط² بأنه ترك الحرية الكاملة للجهة الأجنبية لتقوم بدور مدير الاستثمار دون شريك مصري، وهذا قد يؤدي إلى عدم نمو الخبرات الوطنية المصرية الكافية في هذا المجال، وبالتالي استفحال وتعاضم دور الجهات الأجنبية منفردة في إطار صناديق الاستثمار التي تتعامل مع تدوير محافظ الأوراق المالية لمصارف مصرية وشركات تأمين مصرية، وبالتالي وجود للتواطؤ بين الجهة الأجنبية مدير الاستثمار وبين أي جهة أخرى، لتحقيق مصالح ما تخدم مصلحتها الشخصية وليس لصالح الاقتصاد المصري، أو حتى مصلحة المصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أو حتى لصالح العملاء.

ومن ثم كان من الأفضل أن يكون هذا البند من القانون أكثر وضوحا وذلك للاستفادة من عملية نقل الخبرة التي تحتاج إليها مصر أو أية دولة أخرى، وكذلك لحماية المصالح الوطنية من قيام مدير استثمار أجنبي بالتلاعب بسوق رأس المال الأجنبي في مصر، وهو الذي يمثل القلب النابض لاقتصاد أي دولة.

3- شركة الإدارة (مدير الاستثمار):

تحتاج شركة الإدارة التي تقوم على إدارة صناديق الاستثمار إلى فريق عمل متخصص يضم خبراء في أسواق الأسهم والسندات والعملات الرئيسية والعقود الآجلة وأدوات سوق النقد وغيرها من الخبرات الفنية التي تتعلق بإدارة الأسواق، ويمكن أن تحدد بعض الخبرات الأساسية الواجب توافرها لدى العاملين بشركة الإدارة ما يلي³:

- خبير اقتصادي.
- خبير في التخطيط الاستراتيجي.
- محلل في الأوراق المالية وأسعار الفائدة وحركة السوق.
- خبير في إدارة شبكات وأجهزة الكمبيوتر وشبكات الاتصال.

¹ - قاسم، منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

² - عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005، ص: 62.

³ - قاسم، منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

- خبير في التسويق.

وتقوم شركة الإدارة (مدير الاستثمار) بتقدير وتحديد كل ما يتعلق بالأهداف المطلوب تحقيقها بالنسبة لصندوق الاستثمار الذي تعمل على إدارته وأسلوب العمل به. كما تهتم عادة بتوظيف باحثين اقتصاديين لدراسة اتجاهات الاقتصاد المحلي والدولي والأسواق المحلية والدولية في هيكلها التنظيمية، وذلك لتزويد الشركات بالمعلومات اللازمة وتوجيه النصح والملاحظات على السوق، وتقترح بعض الشركات أن يتم ذلك التوظيف في هيكلها في العقد الأساسي بواسطة مستشار الاستثمار.

4- أهمية دور مدير الاستثمار:

يرجع نجاح أداء صناديق الاستثمار إلى مهارة وخبرة مدير الاستثمار فالإدارة الناجحة للقائمين على الصندوق شيء أساسي وعادة ما يقارن المستثمر أداء صناديق الاستثمار ويظهر دائماً أن تميز الإدارة وراء تميز الأداء، بالرغم من هناك من يرجح حسن أداء الصناديق في بعض الحالات إلى كفاءة الأسواق. لذا فإن خبرة مدير الاستثمار ومهارته لها دور كبير في التعامل في أصول الصندوق للحصول على أفضل ربحية في الوقت المناسب وشراء الأصول وبيعها وإعادة شرائها في الوقت المناسب، وإجادة قراءة السوق، والقدرة على توقع أسعار الفائدة، والعملات وإسداء النصح للمدخرين، فإنه من المهم أن يعمل مدير الاستثمار على تحقيق أهداف الصندوق وتحقيق أهداف المدخرين، وهذا يتطلب مدى واسعاً من العمليات المعقدة التي تتطلب خبرة واسعة في إدارة محافظ الأوراق المالية والقدرة على فهم الأسواق، والقدرة على تحقيق التوازن بين العائد ودرجة المخاطرة المحققة، يجب أن يكون مدير الاستثمار لديه خبرة في التعامل مع البورصات وبيوت السمسرة والأساليب التكنولوجية الحديثة التي يدار بها العمل، ويجب على فرق الخبراء الذين يعملون في الشركة (مدير الاستثمار أو ما يسمى بشركة الإدارة) الدراية والمعرفة التامة والخبرة العملية في التعامل في أدوات سوق النقد وسوق رأس المال على السواء (فتشكيلة محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، إما أنها تعتمد على الأوراق المالية لسوق الأوراق المالية من أسهم وسندات بأنواعها المختلفة أو أنها تعتمد على الأوراق المالية لسوق النقدية من شهادات ادخار أو شهادات إيداع أو أذونات الخزينة مع مراقبة تامة لتحركات أسعار الفائدة وتوقعاتها المستقبلية، وإما أن تكون محفظة الأوراق المالية خليطاً أو ما يسمى بتشكيلة الأوراق المالية لسوق النقد وسوق رأس المال)، وكذلك أثر تحركات أسعار الفائدة وتوقع معدلات التضخم وتأثيرها على أسعار السندات والأسهم، وبالتالي تحديد درجة المخاطر التي تتعرض لها استثمارات أصول الصندوق والتي تنعكس بدورها على استثمارات المدخر نفسه، فكفاءة مدير الاستثمار وخبرته الحقيقية عنصر فعال وأساسي لنجاح الصناديق، والدليل على ذلك ما يحدث إذا كان مدير الاستثمار سيء الأداء وليس لديه الخبرة الكافية لإدارة الاستثمارات واتخاذ القرار المناسب في ظل

أسواق قوية ونشطة ومبشرة، بالتأكيد هذا كله ينعكس على أداء صندوق الاستثمار وضياع مدخرات الأفراد الذين وضعوا كل ثقتهم فيه.

ثانيا - آلية عمل مدير الاستثمار:

حتى يتمكن مدير الاستثمار من مواصلة نشاطه ملزم بإتباع جملة من الخطوات تتمثل فيما يلي:

1- الترخيص لمدير الاستثمار بمباشرة العمل:

مباشرة مدير الاستثمار لعمله يتطلب حصوله على ترخيص من هيئة سوق المال وأن يقدم بيانا معتمدا بالأنشطة السابقة له، ويجب أن يتضمن أنه قام بإدارة نشاط يتفق ونشاط إدارة صناديق الاستثمار ومدى خبرته حتى تطمئن الجهات الرسمية على حسن أداء صندوق الاستثمار ولا تترك الفرصة لأي مغامرين بدخول المهنة، وكذلك يتم تقديم بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم وعناوينهم وعقد الشركة (شركة الإدارة) ونظامها الأساسي، مع الرقم المقرر للترخيص.

هذا ليس معناه أن تأخذ شركة الإدارة الموافقة بمجرد تقديم الوثائق الثبوتية المطلوبة، بل إنه من حق هيئة سوق المال أن ترفض منح الترخيص إذا لم تقتنع بمصداقية الوثائق الثبوتية المقدمة وعدم كفايتها، وكأن يكون بيان خبرة مدير الاستثمار غير موضح بأنه قد قام بإدارة نشاط مشابه لنشاط صناديق الاستثمار أو إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك تجنباً لأي هدر يحدث في أموال المدخرين المستثمرة في صندوق الاستثمار، ولنا عظة فيها حدث في مأساة شركات توظيف الأموال.

2- استقلالية مدير الاستثمار:

إن طبيعة عمل مدير الاستثمار تتطلب استقلاليته التامة عن الجهة التي تؤسس صندوق الاستثمار وعن صندوق الاستثمار نفسه، حتى يمكن القيام بعمله بشكل مستقل تماماً بلا أي تدخل أو ضغوط من أي ظرف.

لقد كفل قانون سوق رأس المال هذه الاستقلالية لمدير الاستثمار بأن يكون له شخصية اعتبارية مستقلة كشركة الإدارة، ويكون ملتزماً بكافة الأصول المتعارف عليها كشركة مساهمة، كأن يكون له مجلس إدارة، ميزانية سنوية وتقارير حسابات وغيرها، ويتم قيده في سوق المال في سجل خاص معد لهذا الغرض.

3- المخاطر والضمانات لأداء مدير الاستثمار في مصر:

مما لا شك فيه أن وضع مدير الاستثمار في مصر مختلف عن مدير الاستثمار في دولة متقدمة مارست هذا العمل منذ وقت طويل واكتسبت الخبرات وطورت الأداء، ونظراً للمخاوف التي تكتنف عملية إدارة أموال الصناديق من خلال بيت خبرة، فقد حرص المشرع المصري على حماية أموال المدخرين بكافة السبل والأساليب حتى لا تتعرض تجربة صناديق الاستثمار لأي نوع من التلاعب والغش الذي ينجم عن كارثة تشابه ما نجم عن ضياع أموال المدخرين في شركات توظيف الأموال، وكذلك قام المشرع بسن

مجموعة من المخاذير التي تحيط بعمل مدير الاستثمار والتي تشابه في جوهرها مع غيرها، مما يحكم عمل مدير الاستثمار أو شركات الإدارة في الدول المتقدمة ويعمل بعض تلك الأحكام أو المخاذير التي تتميز بالتشدد، نظرا للطبيعة الخاصة التي تتسم بها أسواق الدول النامية ومنها مصر.

من أهم تلك المخاذير نجد ما يلي:

1- منع القانون مدير الاستثمار القيام بكافة الأعمال المحظورة على صندوق الاستثمار القيام بها، وخاصة عمليات المضاربة في المعادن والعملات، لأنها ذات مخاطر عالية في السوق المصرية، بالإضافة إلى الشريحة الكبيرة من عملاء صندوق الاستثمار تكون من فئة صغار المدخرين التي ليس لها القدرة لكي تتحمل مدخراتها الصغيرة هذا النوع من المخاطر وكذلك عدم التعامل في القيم المنقولة إلا بإذن خاص من هيئة سوق المال.

2- عدم قيام مدير الاستثمار بالحصول لمديره أو العاملين لديه على أي مكسب أو ميزة من العمليات التي يجريها، أو أن تكون له أي مصلحة من أي نوع مع الشركات التي تتعامل مع أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره، وذلك حتى لا يؤدي تعارض مصالح الشركة الإدارية مع مصالح الصندوق أو المدخرين.

3- عدم قيام مدير الاستثمار أو العاملين لديه بشراء وثائق استثمار للصناديق التي يقوم على إدارتها، أو استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته وذلك لضمان حصة مدير الاستثمار، أو إجراء أو اختلاق أي عمليات بهدف زيادة عمالات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب، وذلك لحماية أموال المستثمرين، وضمان عدم انحراف مدير الاستثمار لخدمة ومآرب خاصة تؤثر على أداء الصندوق.

مجموعة من الأنشطة والخدمات الأخرى التي يقدمها مدير الاستثمار:

هناك مجموعة رئيسية من الأعباء التي تقوم بها الشركة مدير الاستثمار بخلاف إدارة محافظ الأوراق المالية التي تشكلها صناديق الاستثمار، وهذه الأعباء أو الوظائف متمثلة فيما يلي:

1- دراسة أعمال الشركة المطروحة أسهمها للبيع وتحليل ميزانيتها وموقفها المالي ومتابعة نموها.

2- دراسة اتجاهات الصناعة.

3- القيام بكافة أعمال الإدارة.

4- تكييف وتمهيد السوق والقيام بكافة الدراسات التسويقية.

5- إعداد مواكب التدريب ومتطلباته.

6- إعداد وتجهيز لوائح التعليمات الخاصة بإدارة الصندوق.

7- القيام بكافة النواحي التعاقدية مع الوكلاء الذين سيحتاج عمل الصندوق إليهم (كالمستشار

القانوني، المحاسب، وكلاء الإعلان...).

8- الإشراف على شبكات الكمبيوتر التي تربط شركة الادارة بالصندوق والمصرف الكفيل والبورصة .

ويبلغ عدد شركات السمسرة التي تشتغل في مصر حوالي 149 شركة سمسرة، يختص جزء منها في تسيير 44 صندوق استثمار مصري حتى نهاية 2011. والجدول التالي يعطي مجموعة من شركات السمسرة ومديريها الأكثر تداولاً حتى سنة نهاية 2011. والقائمة كاملة في الملحق رقم (01)¹:

الجدول رقم (4/04)

يبين مجموعة من شركات السمسرة الأكثر رواجاً في مصر

الرقم	إدارة صناديق الاستثمار	تاريخ الترخيص
1	التوفيق المالية لتكوين وإدارة صناديق الاستثمار	1994/05/30
2	مصر لإدارة الاستثمارات المالية	1994/08/07
3	فاروس لتداول صناديق الاستثمار	1994/12/11
4	بيت الاستثمار العالمي مصر كابيتال تراست سابقاً	1995/04/22
5	الإمارات الدولية للاستثمار بمصر	1995/06/04
6	دلتا القابضة للاستثمارات المالية	1995/06/22
7	أصول القابضة للاستثمارات المالية	1995/08/16
8	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	1996/02/06
9	الاهلي للتداول في الأوراق المالية	1997/11/11
10	عكاظ لإدارة صناديق الاستثمار	1998/03/31
11	برايم انفستيسمن	1998/09/24
12	إيجيبيشيان انجلو لإدارة صناديق الاستثمار	1999/08/02
13	هيرمس للوساطة في الأوراق المالية	2001/05/20
15	كونكورد انترناشيونال لصناديق الاستثمار	2002/01/15

المصدر : مطبوعات البورصة المصرية

¹ - تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2011، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2012

ثالثا: الرقابة على شركات الوساطة "مدير الاستثمار":

هذا النوع من الرقابة جاء بهدف إحكام السيطرة على الأسواق وتدعيم وسائل حماية حقوق المتعاملين بها، وذلك من خلال مراقبة سلوك الشركة بالسوق (مراقبة التداول) وكذا مراقبة سياسات الشركات من خلال ملفاتها لدى الهيئة والمراسلات الواردة منها و الفصل في المنازعات بين الشركات وعمليات التفتيش على مستوى الشركات الناشئة للصناديق وذلك على النحو التالي:

1- رقابة تداولات الشركة

توجد لدى الهيئة إدارة مركزية خاصة بمراقبة التداول متصلة بالتداول اللحظي مباشرة وكذا التاريخي وذلك لمراقبة تصرفات شركات السمسرة بالسوق من خلال متابعة العروض والطلبات المسجلة، وكذا التنفيذات من قبل كل شركة ومدى تأثيرها على الأسعار وذلك لاكتشاف أية تلاعبات بالسوق واتخاذ اللازم بشأنها فوراً بما يضمن خلو التعاملات من أي غش أو نصب أو احتيال، وذلك تحقيقاً لاستقرار السوق. علماً بأن البورصة المصرية لديها إدارة متخصصة لمراقبة التداول أثناء الجلسة للتحقق من عدم ارتكاب أية مخالفات وخلو التعاملات من أية تلاعب للتأثير على أسعار التداول وعدم استفادة المتعاملين من المعلومات الداخلية غير المعلنة للعمامة على شاشات البورصة مع إخطار الهيئة بما تجده من مخالفات في هذا الشأن.

2- رقابة سياسات وقرارات الشركة

وذلك يتم مكثبياً من خلال متابعة ملف الشركة والتأكد من استيفاء الشركة لكافة شروط الترخيص، سواء للشركة أو فروعها أو العاملين بها فضلاً عن مراجعة كافة القرارات التي تتخذها الشركة من خلال مراجعة محاضر اجتماعات مجالس إدارة الشركات وكذا الجمعيات العامة للمساهمين وذلك للتأكد من اتفاقها مع كافة التشريعات المنظمة والمرتبطة بسوق الأوراق المالية.

3- الفصل في المنازعات

تتولي الهيئة الفصل في المنازعات التي تنشأ بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمتعاملين معها، وذلك من خلال إدارة متخصصة وهي إدارة تظلمات المتعاملين في السوق، حيث تتلقي الشكاوى الواردة من المستثمرين ضد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ثم استيفاء كافة المستندات المتعلقة بموضوع الشكاوى وإجراء التحقيق بشأنها مع كافة الأطراف وإتمام فحصها من كافة الجوانب الفنية والقانونية، ثم الفصل فيها وعرض ذلك على رئيس الهيئة وبعد اعتماد الرأي يتم تنفيذ القرار الذي تم اعتماده.

أي أن هذه الإدارة تتولي المشكلة حتى نهايتها ومتابعة وصول الحق إلى صاحبه. وفي سبيل ذلك تقوم بمهام عديدة. حيث تتولي تلقي الشكاوى وإجراء التحقيقات مع الأطراف المتنازعة، ثم استيفاء المستندات

وإجراء الفحص الفني وإعداد دراسة بذلك، ثم الفصل في الشكوى، ثم تنفيذ القرار الذي تم التوصل إليه، وذلك يحقق سرعة الفصل في المنازعات الخاصة بسوق المال في أقل وقت ممكن.

4- التفتيش على الشركات :

تقوم الهيئة بإجراء التفتيش المستمر على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالتشريعات المنظمة لسوق المال وذلك بمعرفة الإدارة المركزية للتفتيش والتي تقوم بنوعين من التفتيش:

أ- التفتيش الدوري:

هذا النوع من التفتيش يتم وفقا لبرنامج سنوي معتمد من رئيس الهيئة يتضمن مجموعة من الشركات يتم إختيائها بناء على معايير معينة، ويتم تنفيذ هذا البرنامج من خلال لجان يتم تشكيلها وفقا لضوابط معينة بحيث تضم أعضاء من عدة تخصصات (قانوني، محاسبي، معلومات). بما يضمن التفتيش على كافة الجوانب المتعلقة بالشركة. ثم تقوم هذه اللجان بإجراء كافة التحقيقات اللازمة وإعداد تقاريرها بنتائج التفتيش متضمنة كافة المخالفات المنسوبة للشركة، يعرض على إدارة الهيئة لاتخاذ الإجراء المناسب تجاه الشركة.

ب- التفتيش المفاجئ:

هذا النوع من التفتيش يتم بناء على وقائع محددة (شكوى أو تلاعبات في السوق... الخ) تتطلب التحقق الميداني منها، للوقوف على حقيقتها، وفي هذه الحالة يتم تشكيل لجنة تضم التخصصات اللازمة لفحص الموضوع وتقوم بمهمتها على وجه السرعة، من حيث الحصول على المستندات الخاصة بالواقعة وإجراء التحقيقات مع المسؤولين عنها بالشركة وإعداد تقرير بشأنها للعرض على إدارة الهيئة لاتخاذ الإجراء المناسب بشأنها.

5- العقوبات الإدارية للشركات

منح القانون 95 لسنة 1992 الهيئة حق توقيع جزاءات إدارية على الشركات التي ترتكب مخالفات أحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا لهما وذلك وفقا للمادتين التاليتين:

1- المادة "30" من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والتي منحت رئيس الهيئة حق

توقيع عقوبات متدرجة للشركات المخالفة على النحو التالي:

- إنذار الشركة بإزالة المخالفات خلال مدة محددة.

- وقف نشاط الشركة (حالة عدم إزالة المخالفة خلال المهلة المحددة بالإندار) بقرار من رئيس الهيئة

بحد أقصى شهر.

عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة (إذا لم تقم بإزالة المخالفات خلال فترة الوقف) للنظر في إلغاء

الترخيص الممنوح للشركة .

2- المادة 31 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والتي منحت مجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين بالشركة أو المتعاملين معها، أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية:

- توجيه تنبيه إلى الشركة.
- منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاومتها.
- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر من الهيئة.
- تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة، ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.
- حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة.

- إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها.

3- المادة 43 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والتي منحت مجلس إدارة الهيئة سلطة إبرام التصرفات و اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص العنصران التاليان:

- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، و أنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية.

- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون و القرارات الصادرة تنفيذا له .
وتدعيما لدور الهيئة الرقابي على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية - بالإضافة إلى حق توقيع جزاء إداري على الشركات- فقد صدر القانون رقم 123 لسنة 2008 والذي تضمن العديد من التعديلات لبعض مواد قانون سوق رأس رقم 95 لسنة 1992 والتي من شأنها تشديد العقوبات على كل من يرتكب مخالفات لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

كما ذهب القانون لأكثر من ذلك بإضافة مادة 69 مكرر للقانون 95 لسنة 1992 والتي بموجبها منحت رئيس الهيئة - وحده- حق تحريك الدعوى الجنائية بشأن الجرائم المرتكبة بالمخالفة لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، بل وأجاز له - وحده - حق التصالح في هذه الجرائم في أي مرحلة كانت عليها الدعوى.

كما لم يقف دور الهيئة الرقابي عند منح الترخيص للشركة ومتابعتها أثناء ممارسة نشاطها فحسب ولكنه يمتد إلى أبعد من ذلك. فعندما تريد الشركة وقف نشاطها أو تصفية أعمالها فلا بد وأن يتم ذلك بموافقة الهيئة وتحت نظرها، وذلك حرصا على مصالح كافة الأطراف المتعاملة مع الشركة. فقد نصت المادة 33 من القانون 95 لسنة 1992 على أنه "لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها إلا

بموافقة مجلس إدارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائياً من التزاماتها وفقاً للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة".

وفي الختام نود الإشارة إلى أنه بالرغم من صدور قانون سوق رأس المال في عام 1992 إلا أنه يتسم بالمرونة الكافية التي تمكن الهيئة من إضافة القواعد والضوابط اللازمة لتحقيق الرقابة الرشيدة وضبط إيقاع السوق وتطويره ودعم استقراره من خلال ما تصدره من قرارات أو من خلال تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، كل ما سبق بهدف الوصول إلى أفضل أداء ممكن للسوق.

6- تجربة مجموعة هيرمس القابضة بمصر

تتمتع مجموعة هيرمس المالية بخبرة تزيد عن 28 سنة، حيث تم تأسيس الشركة سنة 1 جانفي 1984 مركزها الرئيسي في الأردن، وهي الآن تخدم قاعدة عملاء تتكون من 25 ألف عميل في الشرق الأوسط وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية. لكن تم تأسيس هيرمس لإدارة صناديق المصرية ومنحها الترخيص كان في منتصف سنة 1995 .

بلغ رأسمال "هيرمس" في نهاية 2011 المصدر والمدفوع نحو 1.939 مليار جنيه موزعا على 387,864 مليون سهم بقيمة اسمية 5 جنيهات للسهم. كما تقوم المجموعة حالياً بإدارة:

- 13 صندوق استثمار محلي

- 9 صناديق استثمار مؤسسة بالخارج

- عدد كبير من محافظ الأشخاص و المؤسسات المصرية و الأجنبية

كما تشمل أنواع الصناديق التي تديرها المجموعة المالية هيرمس:

- صناديق استثمار في أسهم

- صناديق استثمار إسلامية

- صناديق استثمار متوازنة

- صناديق استثمار نقدية ذات عائد يومي

- صناديق استثمار مضمونة رأس المال

والجدول التالي يوضح إجمالي قيمة الأصول المدارة لصندوق هيرمس الاستثماري بمصر

الجدول رقم (4/05)

إجمالي قيمة الأصول المدارة وصافي ربح مجموعة هيرمس المالية بمصر

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	البيان
7.8	12.5	9.2	15.8	18.2	11.4	6.8	إجمالي قيمة الأصول المدارة (مليار جم)
377	816	598	933.5	1.291	720.3	379.4	صافي ربح المجموعة (مليون جم)

المصدر: الكتاب السنوي للمجموعة المالية هيرمس القابضة، 2009-2010، ص: 28

من خلال الجدول نرى التطور الكبير الذي وصلت إليه المجموعة من خلال إجمالي قيمة الأصول المدارة حيث بلغ المعدل في سنة 2006 بـ 67.65% وكانت نسبة صافي ربح المجموعة يقدر بـ 89.85%. وهي أرباح انعكست إيجابيا على نتائج سنة 2007 ويرجع ذلك لاكتساب ثقة المزيد من المستثمرين الأفراد على مدار العام حيث بلغ معدل إجمالي الأصول المدارة في صناديق الاستثمار نسبة 214.9% أما صافي الأرباح فأنخفض قليلا حيث بلغ معدل 79.2% مقارنة بالسنة السابقة. أما سنة 2008 فكانت نوعا ما مغايرة بسبب الأزمة المالية العالمية حيث انخفض صافي الربح بنسبة 27% رغم الزيادة في معدل إجمالي قيمة الأصول المدارة للمجموعة بنسبة 32%. كذلك سنة 2009 انخفض صافي الأرباح بسبب آثار الأزمة العالمية وتخوف المستثمرين بنسبة 36%، وحتى إجمالي الأصول المدارة انخفضت بشكل كبير وقدرت النسبة بـ 41.7%. ثم استرجعت المجموعة بعض من أنفاسها سنة 2010 وارتفعت نسبة صافي الربح بمعدل 36.4% كما اظهرت نتائج أعمال "المجموعة المالية المجمعة خلال العام المالي 2010 تحقيق صافي ربح قدره 815.718 مليون جنيه بنمو قدره 36.4%.

المطلب الرابع - أنواع صناديق الاستثمار في مصر:

تعددت أنواع صناديق الاستثمار وتشكلت نتيجة نمو الصناديق، واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغبتهم، تختلف أنواع الصناديق باختلاف الأسواق التي تدار بها ويمكن التمييز بين هذه الأنواع وفقا لمعايير محددة في السوق المالي المصري.

أولا - صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- هي صناديق تنشئها البنوك وشركات التأمين.

- من حق تلك الصناديق المفتوحة إصدار وثائق تعادل 20 مثل الأموال التي تخصصها على أن تكون أموال الصندوق مستقلة عن أموال البنك.
- هي صناديق متنوعة ولا تقوم بتداول أوراقها في البورصة.
- هي صناديق مفتوحة تقبل خروج ودخول حملة الوثائق في حرية تامة.
- يحدد الصندوق القيمة الإستردادية للوثيقة في نهاية يوم العمل من كل أسبوع وتتم عملية الاسترداد من بداية الأسبوع الثاني.
- يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية بالبنك المنشأ به الصندوق أو في بنك آخر من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.
- لا يجوز لصندوق الاستثمار بالبنك أو بشركة التأمين استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى التابعة لنفس البنك أو نفس شركة التأمين.
- يجب على الصندوق أن يحتفظ بالسيولة الكافية لمواجهة طلبات الاسترداد.

تأسيس وترخيص لصناديق البنوك المصرية وشركات التأمين يكون على الشكل التالي:

- تقدم طلبا للترخيص إلى الهيئة العامة لسوق المال مرفقا به المستندات والبيانات التي يشترطها نص المادة رقم 172 من اللائحة التنفيذية رقم 95 لسنة 1992.
- يحصل الطلب على موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين (حسب كل الصندوق).
- تسرى عليها كافة الأحكام والإجراءات التي تسرى على صناديق الاستثمار العادية مع مراعاة الاختلافات فيما بينهم¹.

الاكتتاب في وثائق صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- تسري على صناديق الاستثمار المنشأة بواسطة بنك أو شركة تأمين الأحكام والإجراءات المقررة لشركات صناديق الاستثمار العادية فيما يتعلق بمسألة الاكتتاب في وثائق الاستثمار بالصندوق.
- كما يجب أن تتضمن نشرة بين كل من :
- الجهة المصدرة للأوراق المالية المستثمر فيها.
- كيفية استرداد قيمة الوثيقة وشروط وأوضاع إجراءات ذلك.

¹ - غادة إبراهيم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص: 119-122

إدارة صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- يعهد بالإدارة إلى إحدى الجهات المتخصصة ذات الخبرة في إدارة صندوق الاستثمار، ويكون البنك و شركة التأمين مسؤولا عن تلك الإدارة في حالة قصورها عن أداء مهامها.
- على مدير استثمار الصندوق أن يقدم إلى الهيئة بيانات كافية عن تلك الأوراق معتمدة من البنك أو شركة التأمين على النموذج الذي تضعه الهيئة.

* - استرداد قيمة وثائق صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- يتم استرداد قيمة الوثيقة على أساس قيمتها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد أو اليوم السابق بالنسبة للصناديق التي تسمح بذلك يوميا.

* - قيد وتداول وثائق صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- نصت المادة 182 للقانون رقم 95 لسنة 1992 على أنه لا يجوز قيد أو تداول وثائق الاستثمار التي تصدرها البنوك أو شركات التأمين في البورصات.

ثانيا - صناديق الاستثمار المباشر:

- تعتبر هيكل مالي لتجميع وإدارة أموال المستثمرين.
- يفوض المستثمرون للمديرين المتخصصين سلطة إدارة أموالهم لشراء الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة في البورصة.

- يهدف إلى الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة في بورصة الأوراق المالية في المرحلة الأولى لها بالإضافة على الاستثمار في الشركات التي تحتاج إلى إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية.
- تتميز بأنها تتمتع بدرجة مخاطرة عالية واحتمالية تحقيق عائد كبير مما يجعلها تحتاج إلى استثمار طويل الأمد، وأيضاً تحتاج إلى تنوع المخاطر من خلال المشاركة في عدد من الشركات ذات المخاطر المتنوعة.

* - أهمية صناديق الاستثمار المباشر في السوق المصري:

- تسهم صناديق الاستثمار المباشر بدور مهم في توفير التمويل والخبرة الإدارية والمالية المطلوبة لتطوير وإصلاح الشركات (شركات قطاع الأعمال العام) وذلك قبل طرحها للبيع للجمهور.
- وقد تم إدراج نشاط صناديق الاستثمار المباشر ضمن مجالات أنشطة الشركات العاملة في الأوراق المالية الخاضعة للمادة 27 من قانون رقم 95 لسنة 1992، وذلك بالقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1996.

ثالثا - صناديق استثمار الشركات "شركات المساهمة":

- هي صناديق تنشأها الشركات .
- تأخذ شكل الشركة المساهمة

- هي صناديق مغلقة.

- تقيد وتتداول أوراقها في البورصة طبقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

التأسيس والترخيص لصناديق استثمار الشركات المصرية:

أ- التأسيس:

- تقدم طلبات التأسيس على نموذج تضعه الهيئة العامة لسوق المال مرفقاً به الأوراق التي نص عليها

في المادة 128 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992.

- يودع طلب التأسيس مرفقاً به كل الأوراق كل الأوراق اللازمة للتأسيس لدى الهيئة العامة لسوق

المال في ملف خاص به وتدون كل طلبات التأسيس في سجل منتظم.

- يتسلم مقدم الطلبات إيصالاً من الهيئة يفيد الطلب وتاريخه ورقم تدوينه في سجل التأسيس لدى

الهيئة العامة لسوق المال.

- يتم تشكيل لجنة لقرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال تضم عناصر قانونية وفنية للنظر في تأسيس

الشركة لعرض طلبات التأسيس المستوفاة أو إخطار ذوي الشأن لتقديم الأوراق مستوفاة خلال 15 يوماً

من تاريخ تقديم الطلب.

- تصدر اللجنة قرارها في تأسيس الصندوق ويتم اعتماد القرار من رئيس الهيئة حتى يكون قرارها

نهائي، وفي حالة صدور القرار برفض طلب التأسيس يجب أن يكون قرار اللجنة مسيباً.

ب- الترخيص:

- يتقدم طلب الترخيص بمزاولة النشاط على النموذج المعد لذلك ويرفق به البيانات المنصوص عليها

في المادة "135" من اللائحة التنفيذية رقم 95 لسنة 1992.

- تقدم البيانات الإضافية التالية مع الطلب:

- كيفية إدارة الصندوق.

- السياسة الاستثمارية للصندوق .

- اسم البنك الذي سيتم الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية للصندوق والأوراق المالية التي

يستثمر أمواله فيها.

- قيمة الأموال التي يراد استثمارها بحيث لا تتجاوز تلك الأموال الحد الأقصى المقرر في

النظام الأساسي واللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

- يتم دفع رسوم ترخيص للهيئة "عشرة آلاف جنيه لصندوق الاستثمار" و "عشرة آلاف جنيه لمدير

الاستثمار".

- يصدر الترخيص بقرار من رئيس الهيئة العامة لسوق المال خلال (60) ستون يوماً على الأكثر من

تقديم الأوراق مستوفاة إلى الهيئة.

- يتم قيد الشركات المرخص بها في جدول خاص بالهيئة العامة لسوق المال " ويتضمن هذا الجدول بيانات عن الشركة ورأس مالها وأعضاء مجلس الإدارة والمدير والفروع.

ج- التظلم:

يمكن التظلم من رفض طلب التأسيس أو طلب الترخيص إلى لجنة التظلمات بالهيئة العامة لسوق المال خلال 15 يوما من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن بقرار الرفض، ويتضمن التظلم بيانا بأسبابه وما يتوافر من مستندات مؤيدة.

- الاكتتاب في وثائق صناديق استثمار الشركات:

يتم الاكتتاب في وثائق صناديق استثمار الشركات على عدة خطوات:

- تقدم نشرة الاكتتاب للهيئة العامة لسوق المال لفحصها على أن تتضمن النشرة البيانات الواردة بالمادة رقم 125 من اللائحة التنفيذية للقانون 92/95.

- تقوم الهيئة بفحص نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار والأوراق المرفقة بها.

- في حال توافر الأوراق المطلوبة تعتمد الهيئة نشرة الاكتتاب خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة أو من تاريخ استكمالها مع إخطار ذوي الشأن بالقرار خلال أسبوع من تاريخه صدوره.

- في حال عدم توافر الأوراق أو استكمالها يتم إخطار ذوي الشأن لاستكمالها للحصول على اعتماد الهيئة.

- إجراءات الاكتتاب وتمثل في:

- يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك.

- مدة طرح الاكتتاب لا تقل عن "15" يوما ويجوز بعدها غلق باب الاكتتاب إذا تمت تغطيته.

- يسقط قرار هيئة سوق المال باعتماد النشرة إذا لم يتم فتح باب الاكتتاب في الوثائق خلال شهرين من تاريخ الإخطار به.

- يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار بموجب شهادات اكتتاب موقع عليها من ممثل البنك الذي تلقى الاكتتاب ومن المكتب أو وكيله في الوثائق الاسمية.

- وبانتهاء مدة الاكتتاب:

- إذا كان الاكتتاب في (50%) من الوثائق يجوز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بما تغطيته من الوثائق على ألا يقل عن (50%) من مجموع الوثائق المصدرة ويتم تغيير جميع المستندات بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها.

- إذا كان الاكتتاب في أقل من (50%) من مجموع الوثائق المصدرة، على البنك الذي تلقى مبالغ من المكتتبين أن يرد إليهم هذه المبالغ كاملة فور طلبها بما في ذلك مصاريف الإصدار.

- الحد الأقصى لوثائق صناديق استثمار الشركات لا يجوز أن يتجاوز عشرة أمثال رأس المال المدفوع لشركة الصندوق.

- استرداد الوثيقة، في حالة الاسترداد يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي يستثمرها الصندوق عند إعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها ويجب (50%) على الأقل من صافي الزيادة للقيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي، ويتم توزيع ناتج تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب الوثائق القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع ورصيد جملة الوثائق في ذات التاريخ، إلا أنه إذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق صاحب الوثيقة في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها، ترد إليه القيمة الصادرة بما أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها.

- السيولة اللازمة:

على الصندوق أن يحتفظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار، كما هو وارد بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق، ولا يجوز له الحصول على قروض قصيرة الأجل من الغير إلا بما لا يتجاوز (60%) من قيمة الوثائق، وبعد موافقة البنك المتحفظ لديه على الأوراق المالية.

- استثمارات صناديق الشركات:

يكون استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية في الحدود التالية:

- ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (10%) من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز (15%) من أوراق تلك الشركة.

- ألا تتجاوز نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن (5%) من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

- يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية المستثمر فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري على ألا يكون البنك مالكا أو مساهما في الشركة المالكة للصندوق أو للشركة الموكل إليها إدارته. وفيما يلي جدول يوضح الفرق بين أنواع صناديق الاستثمار وفقا لقانون رأس المال رقم 92/95.

الجدول رقم (4/06)

مقارنة بين صناديق الاستثمار في مصر وفقا لقانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992

نوع الصندوق وجه المقارنة	صناديق البنوك وشركات التأمين (صناديق مفتوحة)	صناديق شركات المساهمة (صناديق مغلقة)	صناديق الاستثمار المباشر
الشكل القانوني	أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين المصدرة له بعد الحصول على ترخيص بمزاولة النشاط من الهيئة العامة لسوق المال وبعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للمراقبة على التأمين	شركة استثمار مساهمة يتم تأسيسها وفقا للشروط والأوضاع والأحكام التي يحددها قانون 92/95 وتكون الموافقة على التأسيس والترخيص من الهيئة العامة لسوق المال	شركة استثمار مساهمة يتم تأسيسها وفقا للشروط والأوضاع والأحكام التي يحددها قانون 92/95 وتكون الموافقة على التأسيس والترخيص من الهيئة العامة لسوق المال
نوع الصندوق	مفتوح	مغلق	مغلق
رأس المال المخصص لمزاولة النشاط	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل
الاكتتاب في وثائق الصندوق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين صكوك في صورة وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام (من خلال نشرة اكتتاب)	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية في صورة وثائق استثمار تطرح للاكتتاب	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية في صورة وثائق استثمار يتم تغطيتها عن طريق غير طريق الاكتتاب العام
القيود والتداول في البورصة	لا تقيد وتداول وثائق الاستثمار في البورصة	يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار في البورصة	يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار في البورصة
الحد الأقصى لقيمة الاكتتاب في وثائق الاستثمار	عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس مال شركة صندوق الاستثمار المدفوع لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس مال شركة صندوق الاستثمار المدفوع لمزاولة النشاط
إدارة الصندوق	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال 92/95	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال 92/95	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال 92/95

صناديق الاستثمار المباشر	صناديق شركات المساهمة (صناديق مغلقة)	صناديق البنوك وشركات التأمين (صناديق مفتوحة)	نوع الصندوق وجه المقارنة
يتم توزيع العائد بين مالكي أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقا للشروط التي وضعتها الهيئة العامة للاستثمار	يوزع عائد الصندوق إما دوريا أو يعاد استثماره مع نمو سعر الوثيقة تراكميا أو يوزع جزء من العائد دوريا ويضاف الباقي إلى قيمة الوثيقة وذلك وفقا لنظام الصندوق	يوزع عائد الصندوق دوريا أو تراكميا أو يوزع جزء من العائد دوريا ويضاف الباقي إلى قيمة الوثيقة وذلك وفقا لنظام الصندوق	توزيع العائد
الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية
- يجوز للصندوق الاستثمار في أوراق مالية مقيمة أو غير مقيمة بالبورصة - لا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (10%) من أموال الصندوق و لا تتجاوز (15%) من أوراق تلك الشركات - لا تزيد نسبة ما يستثمره في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على (10%) من أمواله وبما لا يتجاوز (5%) من أموال كل صندوق مستثمر فيه	- يستثمر الصندوق أمواله في الأوراق المالية المقيمة بالبورصة - ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (10%) من أموال الصندوق و لا تتجاوز (15%) من أوراق تلك الشركات - ألا تزيد نسبة ما يستثمره في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على (10%) من أمواله وبما لا يتجاوز (5%) من أموال كل صندوق مستثمر فيه	- يستثمر الصندوق أمواله في الأوراق المالية المقيمة بالبورصة - ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (10%) من أموال الصندوق و لا تتجاوز (15%) من أوراق تلك الشركات - لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى التي تتبع نفس البنك أو التي تدار عن طريق نفس شركة الإدارة	استثمار أموال الصندوق
يتم استرداد قيمة الوثيقة وفقا لنظام الصندوق والقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال	يتم الاسترداد من خلال بيع الوثيقة بالبورصة	يتم استرداد قيمة وثيقة الاستثمار كلها أو بعضها إذا رغب في ذلك من خلال صندوق الاستثمار التابع للبنك أو شركة التأمين وذلك على أساس حصة الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد	استرداد قيمة وثائق الاستثمار

المصدر: * - قانون رقم 95 لسنة 1992

* - اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992

المبحث الثالث : أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات البسيطة في مصر

يهدف هذا المبحث إلى دراسة أداء الصناديق المصرية وتقييمها وفقا لأسس وقواعد علمية متعارف عليها في دراسة صناديق الاستثمار، وذلك لخدمة الهدف العام للدراسة وهو تعريف وتقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية، هذا بالإضافة إلى دراسة حجمها والتطورات المبهرة التي وصلت إليها البورصة المصرية من هذه القناة في جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات المحلية والأجنبية. لكن هناك عوامل واعتبارات يجب مراعاتها عند تقييم صناديق الاستثمار تتمثل هذه العوامل في مجموعتين، المجموعة الأولى تراجع إلى كفاءة مدير الاستثمار مثل مقارنة عائد الصندوق بعوائد الصناديق المماثلة في نفس الفترة، ومقارنة معدل عائد الصندوق بمعدلات السوق. أما المجموعة الثانية من العوامل لا ترجع إلى كفاءة مدير الاستثمار مثل تاريخ بداية مزاوله نشاط الصندوق، ونوع وحجم الصندوق والسياسة الاستثمارية للصندوق...إلخ. وقد اعتمد الباحث على معايير التقييم من خلال ما يعرف بالأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار الذي يركز على العائد. أما الأسلوب المزدوج الذي يأخذ في الحسبان المخاطر إضافة إلى العائد فسوف نناقشه في المبحث القادم. ومن هنا قام الباحث بتقسيم المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: أسلوب تقييم أداء الصناديق وفقا لنموذج العائد على الأموال المستثمرة

المطلب الثاني: تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام النسب المالية:

المطلب الأول: أسلوب تقييم أداء الصناديق وفقا لنموذج العائد على الأموال المستثمرة

يعتبر نموذج العائد على الأموال المستثمرة من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث يتطلب بيانات عن وثيقة الصندوق في بداية فترة التقييم وكذلك في نهاية فترة التقييم وبيانات عن التوزيعات، حيث يعتمد المؤشر البسيط على أخذ العائد الذي حققه الصندوق فقط في اعتباره دون النظر إلى حجم المخاطرة التي تعرض لها الصندوق، فإنه يمكن تقييم الأداء الاستثماري للصندوق من خلال ثلاثة متغيرات أساسية¹ تختلف من صندوق لآخر وهي حجم الصندوق وعمر الصندوق وخبرة وكفاءة مدير الصندوق.

أولاً - حجم الصندوق:

كلما كبر حجم الصندوق كلما توفرت له العديد من المزايا التي تساعد على تحقيق أداء أفضل من أهمها الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير والتي تركز في القدرة على توزيع النفقات الثابتة على عدد كبير من الأصول الاستثمارية، بالإضافة إلى القدرة على توفير الموارد اللازمة لدعم قسم الأبحاث لديها،

¹ - Miguel A.Ferreira et Antonnio F. Miguel , " The Determinants of mutual fund performance : A cross-country study", ISCTE Business School, Portugal, May 2007, P : 12-15

أيضا يمتلك الصندوق ذو الحجم الكبير ميزة أخرى تتمثل في القدرة على التفاوض لخفض عمولات السمسرة عند البيع والشراء نظرا لارتفاع حجم العمليات التي يقوم بها مقارنة بالصندوق صغير الحجم، إلا أن الصندوق ذو الحجم الكبير قد تواجهه مشكلة توظيف أمواله، حيث تتوزع على أصول كثيرة تتطلب مهارة استثمارية إدارية من نوع خاص مقارنة بالصناديق ذات الحجم الصغير والتي تتركز استثماراتها في عدد محدد من الأصول.

والمقصود بالحجم هنا قيمة وعدد الوثائق، فعند النظر إلى السوق المصرية نجد أن ارتفاع حجم الصندوق يمثل أهمية كبيرة انعكست على عوائد الصناديق في السوق المصرية، وهذا نتيجة استفادة تلك الصناديق من المزايا التي تنتج عن اقتصاديات الحجم الكبير وإن كانت نوعية الصندوق يكون لها أثر على حجم عوائد الصندوق، ويوضح الجدول رقم (4/07) أكبر أربع صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول من عام 2010.

الجدول رقم (4/07)

أكبر أربع صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول من عام 2010

العائد البسيط خلال الفترة (2005-2010)	صافي أصول الصندوق نهاية 2010 (مليار جنيه)	اسم الصندوق
16.83%	3.26	المصرفية العربية الأولى
46.35%	2.74	البنك الأهلي الأول
11.69%	1.6	أورينت تراست
25.18%	1.31	المجموعة العربية المصرية للتأمين

المصدر: حسب بواسطة الباحث، اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

يشير الجدول السابق أن أكبر أربعة صناديق حجما موجودة في السوق المصرية، قد حققت عوائد كبيرة فهناك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول الأكبر حجما في السوق بقيمة 3.26 مليار جنيه مصري صافي أصوله خلال عام 2010، ما يقارب 550 مليون دولار. كما حقق عوائد ضعيفة نوعا ما مقارنة بالصناديق الأخرى بلغت نحو 16.83%، ويرجع السبب إلى سنة 2008 بالضبط التي فقد فيها مؤشر الصندوق معدل 88.29% بسبب الأزمة المالية العالمية الأمريكية، ولولا هذه الأزمة لحقق نسبة تقدر بـ 82.09%. ثم جاء صندوق استثمار البنك الأهلي الأول الذي وصل حجمه في السوق المصرية بقيمة 2.74 مليار جنيه ما يقارب 460 مليون دولار، كما جاءت نسبة عوائده جد إيجابية حيث وصلت إلى 46.35%. ثم في المرتبة الثالثة جاء صندوق استثمار بنك أورينت تراست بقيمة 1.6 مليار جنيه مصري، أي ما يقارب 27 مليون دولار، وجاءت نسبة عوائده ضعيفة 11.69% بسبب طبيعة

الصندوق فهو صندوق مغلق يتم تداول وثائقه في البورصة المصرية. أي أن عوائده تتركز في الأرباح الرأسمالية التي يحققها حامل وثيقته من خلال البيع والشراء في البورصة. ثم جاء في المرتبة الرابعة صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين، حيث وصل حجمه في السوق المالية المصرية بـ 1.31 مليار جنيه مصري أي ما يعادل 22 مليون دولار، كما حقق عوائد مقبولة قدرت نسبتها بـ 25.18%.

ثانياً - عمر الصندوق :

كلما كان عمر الصندوق أكبر كلما أعطى ذلك انطبعا للمستثمر بتوفر المهارة والخبرة لدى مديره، فالصناديق الحديثة تعاني في الغالب من نقص الخبرة وارتفاع التكاليف خاصة في فترة بداية العمل، وأثبتت العديد من الدراسات التي أجريت على كثير من الصناديق أن عامل الخبرة فيما بين الصناديق في السوق يرتبط بشكل أساسي بأداء الصندوق، وأن هناك ارتباطاً بين الصناديق ذات العمر الطويل والصناديق كبيرة الحجم، حيث أن الصناديق ذات العمر الطويل تتوسع بشكل أكبر من خلال إصدار المزيد من الوثائق مقارنة بالصناديق الحديثة في السوق.

وبالتطبيق على السوق المصرية نجد أن الصناديق في السوق قد حققت قيمة مرتفعة لمؤشر العوائد خلال فترة الدراسة (2005-2010)، وهو ما يعكس أن عامل الخبرة في إدارة الصناديق له دور في تحقيق عوائد كبيرة تجذب انتباه المستثمرين نحو الصندوق، ويوضح الجدول رقم (4/08) مؤشر العوائد البسيطة لأقدم 3 صناديق في السوق المصرية خلال الفترة (1996-2010).

الجدول رقم (4/08)

العوائد البسيطة لأقدم ثلاث صناديق في السوق المصرية خلال (1996-2010)

اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	العائد البسيط خلال الفترة (1996-2010)
البنك الأهلي الأول	سبتمبر 1994	151.95 %
كريدي أجريكول الأول	أكتوبر 1994	157.62 %
بنك الإسكندرية	ديسمبر 1994	212.44 %

المصدر: حسب بواسطة الباحث، اعتماداً على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

وتبين بيانات هذا الجدول ارتفاع مستويات العائد البسيطة لأقدم ثلاث صناديق في السوق المصرية تم تأسيسها في عام 1994، حيث حقق صندوق استثمار بنك الإسكندرية مستوى عوائد بسيطة خلال فترة الدراسة بلغت 212.44 %، ووصلت عوائد الأهلي الأول إلى 151.95 %، ثم كريدي أجريكول

الأول بنحو 157.62. ويرجع ارتفاع عوائد تلك الصناديق إلى قدمها في السوق وخبرتها فيه، وأيضاً إلى إثبات شركة الإدارة لهذه الصناديق منذ التأسيس وحتى نهاية فترة الدراسة عام 2010.

رغم ذلك هناك استثناء في أحد الصناديق، حيث حقق صندوق استثمار بنك فيصل الإسلامي نسبة كبيرة جدا قدرت بـ 154.83%، حيث كان تاريخ إنشاؤه في 2004/04/31.

ثالثاً- خبرة وكفاءة مدير الصندوق:

تعتبر خبرة وكفاءة مدير الاستثمار لأي صندوق عامل أساسي ومحدد لأدائه، فكلما زادت خبرة وكفاءة مديري الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، وتشير نتائج الدراسات إلى استقطاب الصناديق ذي الخبرة والإدارة الكفاء لعدد كبير من المستثمرين للثقة التي يضعها المستثمر في الإدارة الكفاء، وأثبتت الدراسات وجود ارتباط ما بين كفاءة وخبرة مديري الاستثمار والأرباح النسبية التي تحصل عليها جهة إدارة الصندوق، حيث إن وجود الكفاءة والخبرة من شأنه خفض تلك الأرباح نظراً لقدرة الإدارة الكفاء على تحليل واستخلاص النتائج بسرعة وكفاءة أكبر.

وبالتطبيق على السوق المصرية نجد أن عدداً قليلاً من شركات إدارة الصناديق تقوم بإدارة أغلب صناديق السوق والتي بلغ عددها 72 صندوقاً حتى نهاية عام 2011، وبالمقارنة ما بين عوائد الصناديق من زاوية شركة الإدارة نجد أن العديد من الصناديق في السوق المصرية قد ارتبطت بتحقيقها عوائد قوية بشركة الإدارة التي تقوم بإدارة استثمارات محفظة الصندوق، وهو ما يوضحه الجدول رقم (4/09).

الجدول رقم (4/09)

أكبر عشرة صناديق في السوق المصرية من حيث العوائد خلال (2010-2005)

العائد البسيط خلال الفترة % (2010-2005)	شركة الإدارة	اسم الصندوق
154.83	هيرمس لإدارة الصناديق	بنك فيصل الإسلامي
83.01	هيرمس لإدارة الصناديق	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول
78.74	هيرمس لإدارة الصناديق	بنك الإسكندرية - الثاني
77.17	القاهرة لإدارة الصناديق	بنك مصر التراكمي (صندوق العمر)
70.70	أتش سي لإدارة الصناديق	بنك مصر إيران الثاني النقدي
66.50	بلتون لإدارة الصناديق	بنك مصر النقدي (يوم بيوم)
52.74	هيرمس لإدارة الصناديق	بنك القاهرة الأول
49.92	أتش سي لإدارة الصناديق	بنك مصر الثالث_ اكستريور سابقا
46.35	الأهلي لإدارة الصناديق	البنك الأهلي المصري الأول
38.30	هيرمس لإدارة الصناديق	بنك البركة مصر

المصدر: حسب بواسطة الباحث، اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

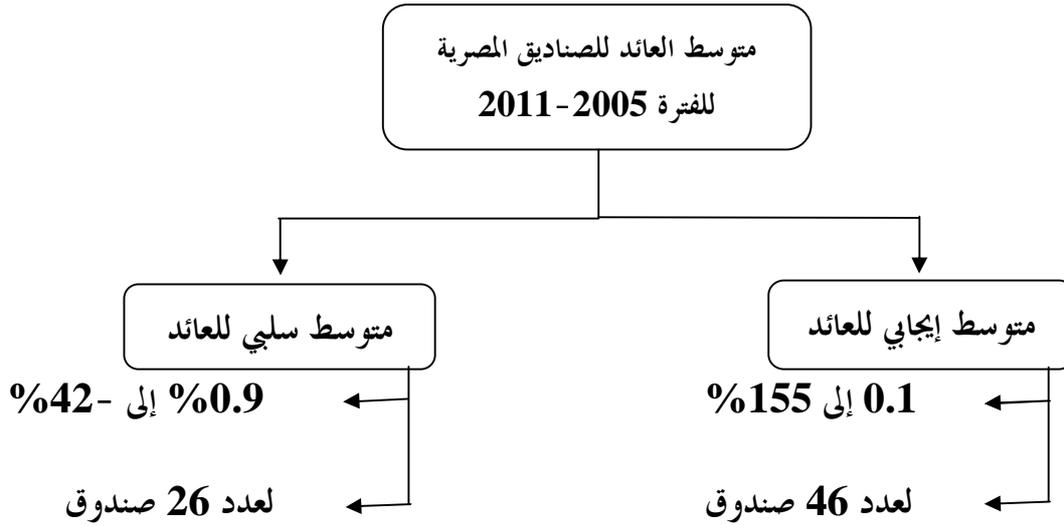
من خلال الجدول السابق نستنتج خمسة شركات تقوم بإدارة عشرة صناديق استثمار في السوق المصرية حققت أعلى العوائد البسيطة خلال فترة الدراسة (2010-2005)، حيث أن شركة هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار تدير بمفردها خمسة صناديق من العشرة في حين تدير أتش سي صندوقين، بينما القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار و بلتون لإدارة صناديق الاستثمار والأهلي لإدارة صناديق الاستثمار تدير صندوق واحد من العشرة الصناديق الأعلى عوائد.

هذا بدوره يدل على مدى ارتباط تحقيق عوائد أكبر في سوق صناديق الاستثمار بشركات الإدارة التي تمتلك الخبرة ومهارة أفضل في السوق، أي أن أداء مدير الاستثمار الواحد يختلف من صندوق لآخر، ويبدو ذلك واضحا في حالة الشركات التي تتولى إدارة أكثر من صندوق، ويتمثل هذا الاختلاف في قدرة بعض المديرين على تحقيق بعض التغيرات الإيجابية لسعر الوثيقة بالنسبة لبعض الصناديق التي يشرفون على إدارتها، وفشلهم في تحقيق تلك التغيرات لصناديق أخرى، رغم أن هدفها قد يكون واحد، والدليل على ذلك المجموعة المالية هيرمس. والشكل التالي يوضح متوسط العائد لجميع الصناديق، وجاءت الدراسة ما بين سنة 2005-2011، لكن تم استثناء سنتي 2008 و 2011. السنة الأولى كانت بسبب تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية، حيث جاءت جل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة 53 % من سوق

البورصة المصرية، كما تم استثناء سنة 2011 بسبب الأحداث التي وقعت. بمصر مما أدى في معظم الأحيان غلق البورصة المصرية للهبوط الرهيب لقيمة مؤشر السوق المصري.

الشكل رقم (4/02)

يوضح متوسط العوائد السنوية



المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي لعدة سنوات (2011-2005)

الشكل السابق يوضح عوائد جميع الصناديق الموجودة في السوق المصري، فتحصل 46 صندوق على عائد إيجابي يتراوح بين 0.1% و 155% وكانت جل الصناديق إسلامية وهذا لطبيعة الفرد المصري الدينية. أما باقي الصناديق والتي كان عددها 26 صندوقا تحصلت على متوسط عائد سلبي تراوح بين 0.9% و -42%.

من خلال ما تقدم نستخلص أن نموذج العائد على الأموال المستثمرة عند تقييم أداء الصندوق بأنه لا يأخذ في الاعتبار عنصر المخاطر المصاحبة للاستثمار، فقد يحقق صندوق معدل عائد الأموال المستثمرة أعلى ولكن عند مستوى من المخاطر المرتفعة عند مستوى من المخاطر المرتفعة عن مستوى متوسط مخاطر صناديق الاستثمار في السوق، ولذلك ظهرت نماذج أخرى مثل استخدام أساليب النسب والمؤشرات المالية ونموذج ترينور - نماذج شارب... الخ، لتأخذ في الاعتبار المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.

المطلب الثاني: تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام النسب المالية :

إن القوائم المالية تتضمن كمّاً كبيراً من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترات المالية السابقة والفترة المالية الحالية، لذلك لا يكفي إعداد هذه القوائم وإنما يجب تحليلها باستخدام الأساليب والأدوات المناسبة لتحويل تلك البيانات إلى معلومات مفيدة عن أداء المؤسسة أو الشركة أو أداء الصندوق في الماضي إضافة إلى التنبؤ بمستقبلها، ثم تفسير نتائج التحليل لخدمة كافة الأطراف المستخدمة للبيانات المحاسبية. ويعتبر التحليل باستخدام النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها، وقد تطرق كثير من المؤلفين إلى تعريف النسب المالية، حيث وضعت تعريفات عديدة متقاربة منها مثلاً: " أن النسب المالية تمثل دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما يمثل البسط والآخر يمثل المقام"¹، أو أن النسب المالية " عبارة عن علاقة بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية يتم التعبير عنها بنسبة مئوية أو بعدد المرات"². ويمكن إجراء التحليل المالي لنسب ومؤشرات مالية لقياس عدة مجالات:

- تحليل السيولة - تحليل المديونية - تحليل الربحية - تحليل أنشطة الاستثمار بالصندوق... الخ .
- ومن أهم النسب والمؤشرات التي يمكن استخدامها لتقييم أداء صناديق الاستثمار ما يلي:
- نسبة التغير في القيمة السوقية للوثيقة في نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة.
- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق.
- نسبة الاستثمار في الأوراق المالية إلى أصول الصندوق.
- نسبة ربحية الإيرادات.
- نسبة عائد استثمارات الأوراق المالية إلى إجمالي الإيرادات بالصندوق.
- نسبة المديونية.
- نسبة الاستثمار في أذون الخزينة.
- نسبة الاستثمار في السندات.
- أرباح/خسائر التعامل في الأوراق المالية.

ويوجد العديد من النسب والمؤشرات الأخرى التي يمكن استخدامها عن تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث اكتفينا بهذه النسب التي تعتبر الأقرب والأدق عند قياس أداء الصندوق. ولهذا قمنا باختيار أول صندوق تأسس في مصر وهو صندوق البنك الأهلي المصري الأول ذو العائد الدوري التراكمي، لدراسته وقياسه بأساليب ومؤشرات التحليل المالي. وقد قام الباحث بتقسيم العمل إلى عنصرين هما :

¹ - Brigham , E.F ., and Ehrhardt , M.C. (2005) . Financial Management, 11thEd . New York: Thomson, south-western; p: 224

² - الخلايلة محمود عبد الحليم (2004). مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. المجلة العربية للعلوم الإدارية. المجلد 11. العدد 2. ص 183-204

أولاً- مقارنة أداء الصندوق في سنتين مختلفتين.

ثانياً- مقارنة أداء صندوقين في نفس السنة ومن نفس النوع (نمو).

أولاً- مقارنة أداء الصندوق في سنتين مختلفتين :

اعتمد الباحث من خلال هذا العنصر في دراسة مقارنة أداء صندوق البنك الأهلي المصري، ولكن في سنتين مختلفتين سنة 2009 و 2010 باستخدام النسب المالية وتطبيقها على هذا الصندوق. وتم الاعتماد على البيانات المنشورة للمركز المالي وقائمة الدخل في نفس العامين. وقبل البدء قام الباحث بإعطاء نبذة عن هذا الصندوق.

*- نبذة عن الصندوق البنك الأهلي المصري

يقصد بالصندوق "صندوق استثمار البنك الأهلي المصري" ويتمثل نشاطه في الاستثمار الجماعي، أنشأه البنك الأهلي المصري وذلك وفقاً لأحكام قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية. وبموجب موافقة البنك المركزي المصري المؤرخة 14/7/1993، وموافقة الهيئة العامة لسوق المال الصادرة بتاريخ 26/12/1993 لمباشرة هذا النشاط.

وهدف الصندوق هو الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات وأذونات خزائنية محلية وعالمية تدار بمعرفة خبراء متخصصين، وهو من الصناديق المفتوحة المتوازنة و ذو عائد دوري تراكمي وحجم الصندوق المالي يقدر بمئة مليون جنيه، وكان تاريخ إصداره في سبتمبر 1994، والحد الأدنى للاشتراك وثيقة واحدة، وقد أصدر البنك 200 ألف ورقة، القيمة الاسمية للورقة 500 جنيه مصري، وحددت مدة الصندوق 25 سنة منذ تأسيسه.

الجدول رقم (4/10)

قائمة المركز المالي في 2010/12/31 و 2009/12/31

(القيمة بالآلاف جنيه مصري)

2010/12/31	2009/12/31	البيان
42360	5892	نقدية ودائع لدى البنك
0	2999	أذون وشهادات لدى البنك المركزي
104405	97787	أسهم محلية
10081	17581	أوراق حكومية
4515	5436	أوراق مالية أخرى
39860	12820	وثائق صناديق استثمار أخرى
619	770	حسابات مدينة أخرى
201840	143285	مجموع الأصول المتداولة
15437	2606	مجموع الالتزامات المتداولة
186403	140679	صافي أصول الصندوق
4035	78	عدد الوثائق القائمة
46.2	18.8	صافي قيمة الوثيقة جنيه مصري

المصدر: المنشورات السنوية للبنك الأهلي المصري، لسنتين 2009، 2010

الجدول رقم (4/11)

قائمة المركز المالي في 2010/12/31 و 2009/12/31

(القيمة بالآلاف جنيه مصري)

2010/12/31	2009/12/31	البيان
7408	7196	عائد الاستثمار في الأوراق المالية
708	228	فوائد بنكية
1695	250	موازنة تقلبات الأسعار
19091		الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية
3375	1021	الزيادة الفعلية في القيمة السوقية لوثائق الاستثمار لدى البنوك
24145	3705	صافي أرباح بيع أوراق مالية
(580)	(80)	فروق تقييم عملة أجنبية
407	317	إيرادات متنوعة
56422	12400	إجمالي إيرادات النشاط
		المصروفات
317	284	مصروفات تسويق
1827	1680	مصروفات إدارية
	4047	النقص الفعلي في القيمة السوقية للأوراق المالية
2144	6011	إجمالي المصروفات
54278	6389	صافي الربح

المصدر: المنشورات السنوية للبنك الأهلي المصري، لسنتين 2009، 2010

* حساب النسب المالية للصندوق:

1- نسبة التغير في قيمة الوثيقة =

$$100 \times \frac{\text{القيمة السوقية للوثيقة} - \text{القيمة الاسمية للوثيقة}}{\text{القيمة الاسمية للوثيقة}}$$

يقاس العائد على الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين أسعار وحدات الصندوق الاستثماري في بداية ونهاية مدة الاستثمار، بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة التغير في الوثيقة لسنتين 2009 و 2010 كانت 80%، 362%. وهذا يدل أن الصندوق حقق سنة 2007 نتائج ممتازة حيث انتقلت القيمة السوقية للورقة من 18 جنيه مصري إلى 46.20 جم، أي بفارق 28.2 جم، وبالتالي تصاعدت القيمة السوقية للوثيقة بنسبة 156.67%. مع العلم بأن القيمة الاسمية للورقة تساوي 10 جم.

2- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق =

$$100 \times \frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{مج أصول الصندوق}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة دوران الأموال المستثمرة في الصندوق للسنتين 2009 و 2010 وكانت على التوالي 8.65% و 27.95%. وهذا يدل على تأكيد نتائج المعادلة الأولى من جهة، ومن جهة ثانية تأكيد على أن الورقة المالية كلما كانت نسبة دورانها كلما أدى إلى دوران الأموال المستثمرة في الصندوق، وبالتالي كان معدل الدوران كبير. ويرجع ذلك إلى خبرة إدارة الصندوق في اختيار تشكيلة محفظة الوثيقة المالية والمكونة من مجموعة من الأوراق المالية المتواجدة في السوق المالي المصري، أدى إلى الارتفاع المتتالي للوثيقة المالية للصندوق ما يعكس نسبة دوران الأموال المستثمرة في الصندوق.

3- نسبة ربحية الأوراق المالية =

$$100 \times \frac{\text{صافي الأرباح من الأوراق المالية}}{\text{مج الإيرادات}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصل الباحث على نسبة ربحية الأوراق المالية في الصندوق للسنتين وكانت على التوالي 29.87% و 42.8% وهذا ما يوضح أن سنة 2010 كانت نسبة مردود الوثيقة المالية كبير جدا مقارنة بسنة 2009 .

4- نسبة عائدات الاستثمار في الأوراق المالية إلى إجمالي إيرادات الصندوق =

$$100 \times \frac{\text{عائدات استثمار أ, م}}{\text{مج الإيرادات}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصل الباحث على نسبة عائدات في الأوراق المالية إلى إجمالي إيرادات الصندوق وكانت على التوالي بالنسبة للسنتين 58.03% و 13.13% وهذا معناه أن النسبة في سنة 2010 انخفضت مقارنة بسنة 2009 عكس المعادلات الأخرى، رغم أن عائدات الاستثمارات ارتفعت في الأوراق المالية في سنة 2010، ويرجع السبب أن عائدات الصندوق حصتها كانت كبيرة في مجمل عائدات الاستثمار في الأوراق المالية في البنك الأهلي المصري.

5- نسبة المديونية =

$$100 \times \frac{\text{مج الإلتزامات}}{\text{مج الأصول}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصل الباحث على نسبة المديونية وكانت على التوالي بالنسبة للسنتين 1.86% و 7.65%، وارتفاعها يدل على الحجم الكبير في الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية.

6- نسبة الاستثمار في أذون الخزينة =

$$100 \times \frac{\text{مج استثمارات في أذون الخزانة}}{\text{مج الأصول}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة الاستثمار في أذون الخزانة العمومية في سنة 2009 كانت 2.1%، وهذا يدل عن الصندوق استثمار هذه النسبة من مجموع أصوله. أما في نهاية عام 2010 فلم يستثمر الصندوق في هذا النوع من أذون وشهادات لدى البنك المركزي.

7- نسبة الاستثمارات في السندات =

$$100 \times \frac{\text{مج استثمارات في السندات}}{\text{مج الأصول}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل الاستثمارات في السندات في السنتين محل الدراسة إلى النسبة 12.27% و 5%، معنى هذا أن مدير الصندوق قلل من نسبة الاستثمار في محفظة الصندوق في سنة 2010 مقارنة بسنة 2009.

8- نسبة الاستثمار في الودائع =

$$100 \times \frac{\text{مج الودائع بالبنوك}}{\text{مج الأصول}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة الاستثمار في ودايع البنوك بالنسبة للسنتين محل الدراسة حيث كانت المعدلات 4.1% و 21% على التوالي. وهذا يدل على أن مدير الصندوق رفع في نسبة الاستثمار في ودايع البنك بنسبة 21% مقارنة بنسبة 4.1% من مجموع الأصول لكل سنة.

9- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات =

$$100 \times \frac{\text{صافي الأرباح/الخسائر}}{\text{مج الإيرادات}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل صافي ربح الصندوق من إجمالي الإيرادات للسنتين محل الدراسة، حيث كانت المعدلات 51.52% و 96.2% على التوالي. وهذا ما يوضح التقليل من مجموع المصروفات في سنة 2010 ما انعكس على تحسن صافي أرباح الصندوق. وهذا ما يدل أنه كلما قلت المصاريف في الصندوق زادت الأرباح فيه.

10- نسبة الاستثمار في الأسهم المحلية =

$$100 \times \frac{\text{الأسهم المحلية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة الاستثمار في أسهم المؤسسات المحلية في السنتين 2009 و 2010، حيث كانت النسبة 68.25% و 51.72%. وهذا ما يدل على أن مدير الصندوق في السنة الأخيرة قلل من الاستثمار في أسهم المؤسسات المحلية مقارنة بسنة 2009.

11- نسبة الاستثمار في وثائق صناديق أخرى =

$$100 \times \frac{\text{وثائق صناديق أخرى}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل استثمار الصندوق في وثائق صناديق أخرى قد تكون في نفس البنك، وقد تكون في صناديق بنوك أخرى إلى النسب 9% و 20%، أي أن مدير الصندوق رأى في هذه السنة الزيادة في الاستثمار في صناديق استثمارية أخرى لجني أكبر عائد ممكن مقارنة بسنة 2009، حيث كانت النسبة قليلة نوعاً ما.

12- نسبة الاستثمار في أوراق مالية أخرى =

$$100 \times \frac{\text{أوراق مالية أخرى}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل استثمار الصندوق في أوراق مالية أخرى في خلال سنتي الدراسة إلى النسب 3.8% و 2.2% على التوالي، وهذا يدل على أن مدير الصندوق قلل من نسبة الاستثمار في أوراق مالية أخرى (أوراق مالية أجنبية) في سنة 2010 مقارنة بسنة 2009. ولقد لخص الباحث نتائج المعدلات السابقة ذكر في الجدول التالي:

الجدول رقم (4/12)

يوضح نتائج أداء صندوق استثمار بنك الأهلي المصري الأول باستخدام النسب المئوية في سنتين 2010-2009

(%)

2010/12/31	2009/12/31	البيان
362	80	1- نسبة التغير في قيمة الثقة
27.95	8.65	2- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق
42.8	29.87	3- نسبة ربحية الأوراق المالية
13.13	58.03	4- نسبة عائدات الاستثمار في الأوراق المالية
7.65	1.82	5- نسبة المديونية
صفر	2.1	6- نسبة الاستثمار في أذون الخزينة
5	12.27	7- نسبة الاستثمارات في السندات
21	4.1	8- نسبة الاستثمار في الودائع
96.2	51.25	9- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات
51.7	68.00	10- نسبة الاستثمار في الأسهم المحلية
20	9	11- نسبة الاستثمار في وثائق صناديق أخرى
2.2	3.8	12- نسبة الاستثمار في أوراق مالية أخرى

المصدر : من إعداد الباحث

ثانيا - مقارنة الأداء المالي بين صندوقين (تراكمي/دوري)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم أداء صندوقين للبنك الأهلي المصري كل واحد على حدى، والمقارنة بين نتائجهم ويتم هذا التقييم بحساب معدلات التحليل المالي بناء على قائمة المركز المالي و قائمة الدخل لكل من الصندوقين من خلال الجدول التاليين. مع العلم أن الصندوق الأول تراكمي والصندوق الثاني دوري.

الجدول رقم (4/13)

قائمة المركز المالي في 2009/12/31

(القيمة بالألف جنيه)

الصندوق الثاني	الصندوق الأول	البيان
14116	249681	الأصول
0	79457	أذون وشهادات
278917	578871	أسهم محلية
218104	0	شهادات البنك المركزي
0	0	أوراق مالية أخرى
6990	0	وثائق صناديق استثمار أخرى
300	692	حسابات مدينة أخرى
518427	908701	مجموع الأصول المتداولة
24560	68422	مجموع الالتزامات المتداولة
493867	840279	صافي أصول الصندوق
4470	6127	عدد وثائق القائمة
110.5	137.14	صافي قيمة الوثيقة جنيه مصري
100	100	القيمة الاسمية للوثيقة جنيه مصري

المصدر: المنشورات السنوية للبنك الأهلي المصري، لسنتين 2009، 2010

الجدول رقم (4/14)

قائمة الدخل عن الفترة المنتهية في 2009/12/31

(القيمة بالألف جنيه)

الصندوق الأول	الصندوق الثاني	البيان
17360	27730	عائد استثمارات في أوراق مالية
8145	1033	فوائد بنكية
0	0	موازنة تقلبات الأسعار
157702	47837	الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية
0	0	الزيادة الفعلية في القيمة السوقية لوثائق الاستثمار لدى البنوك
44094	3732	صافي أرباح بيع أوراق مالية
0	0	إيرادات غير عادية
0	0	إيرادات متنوعة
227301	81094	إجمالي إيرادات النشاط
		المصروفات
9605	6360	مصروفات تسويق
15383	5576	مصروفات إدارية
6120	7601	النقص الفعلي في القيمة السوقية للأوراق المالية
4277	15621	موازنة تقلبات الأسعار
64347	23864	أرباح موزعة
99732	59022	إجمالي المصروفات
127569	22072	صافي الربح

المصدر: المنشورات السنوية للبنك الأهلي المصري، لسنتين 2009، 2010

* - حساب النسب المالية :

1- نسبة التغير في قيمة الوثيقة :

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة التغير في الوثيقة بالنسبة للصندوقين كانت 37% و 10.5% على التوالي، بمعنى أن عائد الصندوق الأول كان أكبر من عائد الصندوق الثاني، وهذا يدل على خبرة مدير الصندوق الأول في تشكيل توليفة من الأوراق المالية .

2- نسبة معدل دوران الأموال المستثمرة =

توصل الباحث بعد حساب معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق الأول على 0.25 مرة وفي الصندوق الثاني 0.15 مرة، وهذا يدل أن سرعة دوران الصندوق الأول أكبر من سرعة دوران الصندوق الثاني، وبالتالي من المؤكد يكون العائد في الأول أكبر من الثاني إذا بقيت العوامل الأخرى متساوية.

3- نسبة ربحية الأوراق المالية =

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة ربحية الأوراق المالية في الصندوقين الأول والثاني 19% و 5% على التوالي، وهذا ما يوضح ربحية الصندوق الأول كانت أكبر من ربحية الصندوق الثاني ويرجع السبب إلى الحجم الكبير للصندوق الأول مقارنة بالصندوق الثاني.

4- نسبة عائدات الاستثمار في الأوراق المالية:

توصل الباحث بعد حساب معدل عائدات الاستثمار في الأوراق المالية بالنسبة للصندوقين الأول والثاني 34% و 8% على التوالي، بمعنى أن الصندوق الثاني كانت نسبته أكبر من نسبة الأول، مما يدل على أن نسبة عائد الاستثمار من مجموع إيرادات الصندوق كانت في الثاني أكبر .

5- نسبة المديونية :

توصل الباحث بعد حساب معدل المديونية فكانت متساوية بالنسبة للصندوقين الأول والثاني رغم أن أصول الصندوق الأول كبيرة مقارنة بأصول الصندوق الثاني، كما كانت التزامات الصندوق الأول كبيرة كذلك مقارنة بالصندوق الثاني.

6- نسبة الاستثمار في أذون الأسهم =

$$100 \times \frac{\text{الاستثمار في الأوراق المالية}}{\text{مج الأصول}}$$

بعد تطبيق المعادلة تحصلنا على نسبة الاستثمار في أذون الأسهم بالنسبة للصندوقين 54% و 64%، بمعنى أن مجموع أصول الصندوق الثاني تشكل الأسهم فيه نسبة 64% والباقي أصول أخرى، أما مجموع أصول الصندوق الأول تشكل الأسهم فيه نسبة أقل من الصندوق الثاني وتقدر بـ 54% . ما يدل أن كل مدير صندوق له سياسة وإستراتيجية في تشكيل وتنوع محفظة الصندوق .

7- نسبة الاستثمارات في أذون الخزينة والشهادات =

$$100 \times \frac{\text{أذون الخزينة والشهادات}}{\text{مج الأصول}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل الاستثمارات في أذون الخزينة والشهادات بالنسبة للصندوقين 5% و صفر على التوالي، ما يدل على أن الصندوق الثاني لم يستمر ولا جنيه في أذونات الخزينة والسندات، أما الثاني فقام باستثمار نسبة قليلة تقدر ب5%.

8- نسبة الاستثمار في الوثائق الأخرى =

عند ما قام الباحث بحساب المعادلة توصل إلى معدل الاستثمار في الوثائق الأخرى للصندوقين، بالنسبة للأول كانت النسبة تساوي الصفر معنى هذا أن مدير الصندوق لم يستثمر في هذه الأوراق أما الصندوق الثاني فقام باستثمار 1% من مجموع أصول الصندوق.

9- نسبة الاستثمار في شهادات البنك المركزي =

$$100 \times \frac{\text{شهادات البنك المركزي}}{\text{مجم الأصول}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل الاستثمار في شهادات البنك المركزي للصندوقين، الأول كانت النسبة تساوي الصفر، معنى هذا أن مدير الصندوق لم يستثمر في هذه الأوراق لأن العائد يكون قليلا، أما الصندوق الثاني فقام باستثمار 42% من مجموع أصول الصندوق. وهذا ما يوضح أن مدير الاستثمار إستراتيجيته في الاستثمار تعتمد على معدل مخاطرة يكون ضعيف وبالتالي يكون العائد قليل. أي أن مدير الصندوق الأول أكثر مخاطرة من الصندوق الثاني. والأول يرجو عائد يكون أكبر مما يرجوه الثاني.

10- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات

$$100 \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الإيرادات}}$$

توصل الباحث بعد حساب معدل صافي الربح من مجموع الإيرادات للصندوقين تقدر ب56% و 27% على التوالي، وهذا ما يوضح التقليل من مجموع المصروفات في الصندوق الأول ما انعكس على تحسن صافي أرباح الصندوق. ويرجع السبب كذلك إلى حجم الصندوق كلما كان كبيرا كانت التكاليف قليلة. وهذا ما يدل أنه كلما قلت المصاريف في الصندوق زادت الأرباح فيه.

11- نسبة الأرباح الموزعة للإيرادات

$$100 \times \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{الإيرادات}}$$

كما توصل الباحث بعد حساب معدل الأرباح الموزعة من مجموع الإيرادات للصندوقين تقدر ب 28% و 29% على التوالي. معنى هذا أن الصندوقين قاما بتوزيع تقريبا نفس النسبة وهذا يدل على وجود جزء من الأرباح على شكل سيولة تم توزيعها أما الباقي سيعاد استثماره للمحافظة على قيمة الورقة

وفي نفس الوقت الزيادة في حجم الصندوق ومن ثمة التقليل من مصاريف الورقة لاستقطاب أكبر مستثمرين في الصندوق.

الجدول رقم (4/15)

يوضح نتائج المقارنة بين الأداء المالي لصندوقين (تراكمي/دوري)

(القيمة بالألف جنيه)

الصندوق الأول	الصندوق الثاني	البيان
37	10.5	1- نسبة التغير في قيمة الوثيقة
0.25 مرة	0.15 مرة	2- معدل دوران الأموال المستثمرة
19	5	3- نسبة ربحية الأوراق المالية
8	34	4- نسبة عائد الاستثمار في الأوراق المالية
8	8	5- نسبة المديونية
64	54	6- نسبة الاستثمار في الأسهم
5	صفر	7- نسبة الاستثمار في أذون الخزينة والشهادات
0	1	8- نسبة الاستثمار في الوثائق الأخرى
0	42	9- نسبة الاستثمار في شهادات البنك المركزي
27	3	10- نسبة النقدية والودائع بالبنوك
56	27	11- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات
3	9	12- نسبة النقص في القيمة السوقية للأوراق المالية إلى إجمالي الإيرادات
69	59	13- نسبة الزيادة في القيمة السوقية للأوراق المالية إلى إجمالي الإيرادات
28	29	14- نسبة الأرباح الموزعة إلى إجمالي الإيرادات

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال ما تقدم في هذا المطلب نجد أن الاستثمار عبر الجهات المؤسسية كصناديق الاستثمار، لأنها تتمتع بإدارة محترفة ومتفرغة لأعمال الإدارة، كما أن حجمها يمكنها من الوصول إلى المعلومة وتحليلها بشكل أفضل، وبالتالي فهي أدعى لتحقيق نتائج أفضل من المستثمر الفرد، خصوصاً إذا كان المستثمر لا يملك معرفة مالية أو خبرة استثمارية أو القدرة على مراقبة الأسواق باستمرار. حيث أن الاستثمار في أي صندوق ينطوي على قدر كبير من الثقة بمدير الصندوق، لذا فمن الطبيعي أن يتوقع المستثمر أن مدير الصندوق يعمل لمصلحته الخالصة ولا يغلب أي مصلحة أخرى عليها. ونحن نعد هذا العنصر من أهم العناصر في تقييم الصناديق. كما أراد الباحث تبيان الدور الكبير للتقارير المالية لصناديق الاستثمار من خلال إعطاء صورة تحليلية وتقييمية على أداء صندوق البنك الأهلي المصري لسنتين مختلفتين والمقارنة بينهما، كما قام بتقييم أداء صندوقين وهما صندوق البنك الأهلي وصندوق بنك مصر الأول من خلال أسلوب تقييمي بسيط يتمثل في النسب ومؤشرات المالية وهي إحدى الطرق البسيطة لتقييم صناديق الاستثمار من خلال التحليل المالي.

كما قدم الباحث من خلال هذه المعدلات أسس يمكن للمستثمر أن يعتمد عليها في تعامله مع صناديق الاستثمار المتنوعة خصوصاً مع كثرة المعلومات التي تشتت انتباه وتركيز ومقدرة المستثمر على ربط بين المعلومات.

المبحث الرابع: تقييم أداء الصناديق وفقا للمؤشرات المركبة:

تقوم فكرة هذه المؤشرات على ترجيح عوائد صناديق الاستثمار بالمخاطرة المنطوية على تحقيق تلك العوائد، وذلك أن المديرين قد يتبعون استراتيجيات استثمارية ذات مخاطرة عالية للحصول على عائد أعلى، وحتى تكون المقارنة واقعية فلا بد من أن يؤخذ مستوى المخاطرة في استثمارات كل صندوق في الاعتبار حتى يتم الحكم بصورة أكثر واقعية على أداء سوق الصناديق ككل وأداء كل نوعية من أنواع سوق الصناديق المصرية، وذلك من خلال تقدير قيمة مؤشرات التقييم المختلفة و الكثيرة وبالتالي تم اختيار المؤشرات الأكثر تداولاً في السوق المصرية والعالمية، وهي مؤشر ترينور ومؤشر شارب ومؤشر M2 . وقبل التطرق لقياس المؤشرات نوجز أولاً خطوات التحليل من أجل ضبط حدود الدراسة ثم التطرق إلى تحليل الدراسة بعد ذلك تحليل نتائج الدراسة.

أولاً - خطوات التحليل:

1- تم تجميع الأسعار الأسبوعية لوثائق صناديق الداخلة في الدراسة خلال فترة التحليل معدلة بالتوزيعات وكذلك قيم المؤشر العام لهيئة سوق المال الأسبوعية المناظرة لأسعار وثائق صناديق الاستثمار الأسبوعية، ومنها تم حساب العوائد الأسبوعية لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

2- جاءت الدراسة ما بين سنة 2005-2011، لكن تم استثناء سنتي 2008 و 2011 . السنة الأولى كانت بسبب تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية، حيث جاءت جل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة 53 % من سوق البورصة المصرية، كما تم استثناء سنة 2011 بسبب الأحداث التي وقعت بمصر مما أدى في معظم الأحيان غلق البورصة المصرية للهبوط الرهيب لقيمة مؤشر السوق المصري.

لهذا جاءت دراسة هذا المبحث تتحدث عن السنوات (2005،2006،2007،2009،2010)، وهي الأعوام التي كانت فيها صناديق الاستثمار تعمل بشكل طبيعي، حيث بلغ معدل العائد على الاستثمار لسوق الأوراق المالية بالتقريب إلى 146 %، 10 %، 51 %، 37 %، 15 %، على الترتيب. بمتوسط معدل عائد على الاستثمار خلال تلك الفترة بلغ 51.9 %.

3- تم حساب المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الاستثمارية المصرية خلال سنوات الدراسة.

4- تم حساب معامل الانحراف المعياري و بيتا لكل صندوق استثمار بدأ مزاوله نشاطه من قبل بداية عام 2005 حتى نهاية 2010 ، وكذلك حساب متوسط مجموع الصناديق الداخلة في الدراسة، وذلك لفترة الدراسة. والجدول رقم (4/16) يبين كيف تم حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، أما الجدول رقم (4/17) يبين كيف تم حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) و معامل بيتا (المخاطر المنتظمة). كما تم حساب معامل الارتباط

السنوي بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وذلك لفترة الدراسة، والجدول رقم (4/18) يوضح ذلك.

أ-6- تم حساب معامل التحديد عن طريق إيجاد مربع معامل الارتباط بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وتم حساب متوسط ذلك المعامل لنوعي صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة.

أ-7- تم حساب مؤشر شارب، ترينور، M2، لصناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة وذلك وفقا للأسس التالية:

أ-8- محفظة السوق المستخدمة هي المؤشر العام لهيئة سوق المال.

أ-9- العائد الخالي من الخطر هو متوسط العائد على أذون الخزانة لمدة 91 يوم، 180 يوم حيث أن عائد أذون الخزانة تمثل اقل أنواع الخطر وتم حساب متوسط العائد الأسبوعي على أذون الخزانة لنفس فترة الدراسة و ذلك لفترة الدراسة.

أ-10- باستخدام الخطوات السابقة تم حساب مؤشر شارب وترينور و M2 لصناديق الاستثمار خلال فترة التحليل، وكذلك متوسط المؤشرات الثلاثة المذكورة سلفا لكلا النوعين من أنواع صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة.

وقد قام الباحث بإعطاء نموذج لكيفية حساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، وكذلك إعطاء نموذج لكيفية حساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية) ومعامل بيتا (المخاطر المنتظمة ومعامل الارتباط).

ثانيا - حساب المخاطرة الكلية والمنتظمة لصناديق الاستثمار المصرية:

يتم قياس المخاطرة الكلية بالتباين أو الانحراف المعياري وأنه يتكون من جزئين أساسيين هما الخطر المنتظم والخطر غير المنتظم، وأن الخطر غير المنتظم يمكن تخفيضه بالتنوع بينما يبقى الخطر المنتظم الذي لا يتم تخفيضه بالتنوع. وأن الخطر المنتظم عادة ما يتم قياسه باستخدام معامل "بيتا"، وبذلك فإن الخطر المنتظم هو الذي يتحمله المستثمرون ولا يخفف بالتنوع. وتحسب المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) من خلال المعادلتين التاليتين:

$$\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}$$

حيث أن: δ_i : الانحراف المعياري لعوائد الصندوق.

N = عدد عوائد.

X_i = عائد صندوق الاستثمار في سنة ما (t).

$X =$ متوسط العائد لصندوق الاستثمار.

$$\beta = \sqrt{1/n \sum (R_t - R)^2}$$

حيث: $\beta =$ ترمز للمخاطرة المنتظمة.

$N =$ عدد عوائد.

$R_t =$ عائد صندوق الاستثمار في سنة ما (t).

$R =$ متوسط العائد لصندوق الاستثمار.

وبتطبيق تلك المعادلة على مؤشر البورصة المصرية CASE30 تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدولين رقم 16 و 17.

الجدول رقم (4/16) :

يوضح كيفية حساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري

معامل الانحراف المعياري				
	القيم	المؤشر العام للسوق المصري		
الفترة	M	M ^o	M-M ^o	(M-M ^o) ²
2005	1.46	0.5263	0.9337	0.87179569
2006	0.1006	0.5263	-0.4257	0.18122049
2007	0.5768	0.5263	0.0505	0.00255025
2009	0.3656	0.5263	-0.1607	0.02582449
2010	0.1283	0.5263	-0.398	0.15840400
Σ	2.6313			1.23979492
			$\Sigma(M-M^o)^2$	0.24795898
			δM	0.49795480
			$\delta^2 m$	0.24795898

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (4/17)

يوضح حساب معامل الانحراف المعياري ومعامل بيتا و معامل الارتباط

متوازن	معامل بيتا- معامل الانحراف المعياري- معامل الارتباط					مفتوح	-
	صندوق البنك الأهلي المصري الأول					القيم	
	C1	C°1	C1- C°1	(C1- C°1) ²	(C1*M)	Cov(C1*M)	الفترة
	0.5678	0.1924	0.3754	0.14092516	0.82898800	0.35051098	2005
	-0.1103	0.1924	-0.3027	0.09162729	-0.01109618	0.12885939	2006
	0.2655	0.1924	0.0731	0.00534361	0.15314040	0.00369155	2007
	0.2124	0.1924	0.02	0.00040000	0.07765344	-0.00321400	2009
	0.0266	0.1924	-0.1658	0.02748964	0.00341278	0.06598840	2010
	Σ			0.26578570	Σ	1.05209844	0.54583632
	Σ(C1- C°1) ² /n			0.05315714	(C1*M)/n	0.21041969	0.10916726
	δ1			0.23055832	(C°*M°)	0.10126012	
				Σ[(C1*M)/n]- (C°*M°)	0.10915957		
				δ 1 * δM	0.11480762		
				Pc1;m	0.95080419		
				βc1;m		0.4402634	

المصدر: من إعداد الباحث

وتمثلت النتائج المستخرجة من الجدولين السابقين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4/18): دراسة المخاطر الكلية والمنتظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة

والمغلقة في ظل حالات صعود سوق الأوراق المالية: 2010، 2009، 2007، 2006، 2005

بيتا	الانحراف المعياري	متوسط العائد	البيان	
		السنوي		
1.0000000	0.4979548	0.36606	السوق	M
الصناديق المفتوحة				
0.44026340	0.23055832	0.22032	البنك الأهلي المصري الأول	01
0.43654158	0.23352482	0.1897	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	02
0.19011713	0.13269699	0.17366	بنك الإسكندرية الأول	03
0.20578899	0.10571258	0.09744	بنك مصر الأول	04
-0.00491039	0.11451651	0.07614	المجموعة العربية المصرية للتأمين	05
0.28317684	0.15909459	0.06541	بنك مصر الثاني	06

0.10312670	0.08124709	0.10672	البنك الأهلي المصري الثاني	07
0.55382543	0.30256001	0.3222	بنك القاهرة الأول	08
0.08629788	0.06700276	0.00288	البنك المصري لتنمية الصادرات "الخبير"	09
-0.03596624	0.16965736	0.16418	الشركة المصرفية العربية الدولية-الأول	10
-0.02839935	0.13924432	0.073842	بنك قناة السويس	11
0.71521099	0.39350649	0.3082	البنك المصري الخليجي	12
0.08227950	0.07493297	0.16262	بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني	13
0.01351912	0.07309850	0.1479	الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	14
0.00749766	0.07356929	0.12192	البنك العربي الإفريقي الدولي "شيلد"	15
0.38605937	0.21814291	0.33704	بنك مصر الثالث - اكستريور سابقا	16
0.01472644	0.09770967	0.14134	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	17
-0.00349955	0.10059071	0.1365	الرابع	18
0.09669753	0.05213051	0.03948	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	19
0.36884844	0.18943070	0.17042	بنك مصر التراكمي (صندوق العمر)	20
0.16447416	0.08681192	0.11612	بنك مصر النقدي (يوم بيوم)	21
0.44540041	0.22714084	0.45666	بنك فيصل الاسلامي	22
0.07036256	0.03919681	0.12084	بنك مصر إيران الثاني النقدي	23
0.05297617	0.12986616	0.1206	البنك الأهلي المصري الثالث	24
0.16768753	0.10150266	0.13424	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	25
0.12236504	0.08450207	0.14104	بنك الاسكندرية الثاني	26
0.30607908	0.19916970	0.253	بنك البركة مصر	27
0.29183767	0.22651987	0.2534	بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (أمان)	28
0.07162972	0.04302999	0.1054	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	29
0.07306836	0.10466217	0.20468	بنك مصر الرابع (الحصن)	30
0.18923607	0.14171098	0.1654631	المتوسط الحسابي	
			الصناديق المغلقة	
0.06528125	0.20936024	0.02092	أورينت ترست	31
0.04959876	0.04512726	0.13626	البنك الوطني المصري	32
0.05744	0.12724375	0.07859	المتوسط الحسابي	
0.18099882	0.14080677	0.155184	المتوسط الحسابي الإجمالي	

المصدر: من إعداد الباحث

ثالثا - نموذج ترينور: Treyor

يعد من النماذج الشهيرة المستخدمة في تقييم الأداء لصناديق الاستثمار والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معا. فالصندوق الذي يحقق عائدا أعلى من الصناديق المماثلة قد يكون مرتبط بمستوى أكبر من المخاطر. حيث يتم تقسيم مخاطر السوق إلى نوعين:

أ- مخاطر منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها، فجميع المؤسسات والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة والتأثيرات العكسية من إفرازات العولمة المالية... إلخ.

ب- مخاطر غير منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب بعض المنشآت ولذلك يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث أن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سالبة بين عوائد الاستثمارات.

وقد ركز ترينور عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على المخاطر المنتظمة التي تصيب جميع وحدات السوق، واستخدام ترينور المعادلة التالية لقياس كفاءة الصندوق.

$$R_i = \frac{V_c - V_r}{\beta} \times 100$$

حيث أن:

V_c : معدل العائد على الاستثمار بالصندوق.

V_r : معدل العائد الخالي من المخاطر.

B : معامل بيتا، مقياس للمخاطر المنتظمة.

1- نتائج تطبيق مؤشر ترينور (Treyor) على مجموع الصناديق لفترة الدراسة:

يعطي مؤشر ترينور العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة يتحملها الصندوق من خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم كلما ارتفعت وحدات العائد المقابلة لكل وحدة مخاطرة منتظمة كلما كان أداء الصندوق أفضل، أي أن قيمة المؤشر ترتفع كلما زادت عوائد الصندوق الإضافية ونقصت المخاطرة المنتظمة (β). وفيما يلي رصد لنتائج تقدير عوائد المؤشر العام لسوق الصناديق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة ومعامل بيتا التي سبق تقديرها على النحو التالي:

- المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال الفترة (2005-2011) بلغ

15.52%.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % (وهو متوسط العائد على أذون الخزانة المصرية¹، حيث يتم الاسترشاد به عند حساب العائد الخالي من المخاطرة).
 - وبلغ متوسط معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق 0.18 .
 وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي :

$$T = \frac{15,52 - 8,74}{0,18} = 37,67$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع سوق صناديق الاستثمار تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 37.67 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية السوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة. ويرجع الارتفاع في قيمة مؤشر ترينور بالنسبة للمؤشر العام لسوق الصناديق، إلى انخفاض المخاطرة المنتظمة في تلك السوق خلال الفترة (2005-2010)، ما عدا سنتي (2008 و2011) حيث لم يتجاوز 18 %، كما بلغت العوائد البسيطة للمؤشر خلال الفترة 15.52 % في المتوسط، في حين متوسط العائد الخالي من المخاطرة 8.74 %، وبالتالي تصبح علاوة المخاطرة للمؤشر العام لسوق الصناديق 37.67 في المتوسط وبترجيحها بالمخاطرة المنتظمة، أي المخاطرة التي يتعرض لها السوق ككل والمتمثلة في ارتفاع التضخم، وتدبذب سعر صرف الجنيه أمام الدولار، والمتغيرات الاقتصادية الكلية والمتغيرات السياسية... الخ، تصبح كل وحدة مخاطرة تعرض لها سوق صناديق الاستثمار المصري خلال فترة الدراسة.

2- نتائج تطبيق مؤشر ترينور (Treyor) على كل صندوق على مدى لفترة الدراسة:

بعد حساب مؤشر ترينور على جميع الصناديق نقوم في هذا العنصر بحساب مؤشر ترينور على كل صندوق على مدى فترة الدراسة (2005-2010) ماعدا سنة 2008 . لكن نختصر النتائج بتحديدتها من خلال الجدولين التاليين:

¹ - حسبت بواسطة الباحث من خلال بيانات البنك المصري، تقارير سنوية (2005-2011).

الجدول رقم (4/19):

يبين صناديق الاستثمار الأكثر نسبة على مؤشر ترينور

مؤشر ترينور	البيان	
37.67 %	المؤشر العام لسوق الصناديق	M
162.57 %	بنك فيصل الاسلامي	1
114.44 %	بنك مصر الثالث - اكستريور سابقا	2
112.05 %	بنك مصر الرابع (الحصن)	3
108.27 %	البنك الوطني المصري	4
100.38 %	بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني	5

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أن صندوق بنك فيصل الإسلامي حقق نتائج مبهرة جدا مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى وكذلك بالمؤشر العام لسوق الصناديق، حيث نسبة العائد وصلت إلى 162.57 %، أي أن العائد الإضافي الذي استطاع صندوق بنك فيصل الإسلامي تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرت ب 162.57 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة مقارنة بالمؤشر العام لسوق الصناديق الذي حقق نسبة 37.67 %.

ثم جاء صندوق بنك مصر الثالث في المرتبة الثانية بارتفاع ربحيته التي قدرت بنسبة 114.44 %، أما المرتبة الثالثة فكانت إلى صندوق مصر الرابع (الحصن) بنسبة 112.05 %، ثم جاءت المرتبة الرابعة لصندوق البنك الوطني المصري بنسبة 108.27 %، وفي المرتبة الخامسة حقق صندوق بنك كريدي أجريكول مصر "الثاني" بنسبة 100.38 %.

أما نتائج الجدول التالي فتلخص الصناديق الأكثر سلبا من خلال مؤشر ترينور .

الجدول رقم (4/20): يبين صناديق الاستثمار الأقل نسبة على مؤشر ترينور

مؤشر ترينور	البيان	
37.67 %	المؤشر العام لسوق الصناديق	M
-126.14 %	البنك المصري لتنمية الصادرات "الخبير"	1
-91.92 %	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	2
-31.75 %	أورينت ترست	3
-13.82 %	بنك مصر الثاني	4
-09.83 %	المجموعة العربية المصرية للتأمين	5

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول نجد أن صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات "خبير" يعتبر الأكثر تأثر بالنتائج السلبية مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى، حيث نسبة العائد السلبية وصلت إلى 126.14 %، أي أن كل وحدة مخاطرة منتظمة حققت نتائج سلبية قدرت ب 162.57 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض قيمة ورقة الصندوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة مقارنة بالمؤشر العام لسوق الصناديق الذي حقق نسبة 37.67 %.

ثم جاء صندوق بنك كريدي أجريكول مصر "الثالث" في المرتبة الثانية في الانخفاض بنتائج سلبية قدرت بنسبة 91.92 %، وهكذا كما هو مبين في الجدول أعلاه.

3- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مؤشر الصناديق المغلقة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المغلقة خلال فترة الدراسة بلغ 7.86 %.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 %.

- وبلغ معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق المغلقة 0.06.

وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور لمؤشر الصناديق المغلقة على النحو التالي:

$$T = \frac{7,86 - 8,74}{0,06} = -14,67$$

أي أن العائد السليبي الذي وصلت إليه نتائج الصناديق المغلقة من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -14.67 % وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع خسائر هذه النوعية من خلال فترة الدراسة، حيث بلغت المخاطرة المنتظمة المتمثلة في معامل بيتا إلى ما يقارب 0.06، مقارنة بقيمته في حالة سوق صناديق الاستثمار بصفة عامة (0.18)، حتى متوسط العائد السنوي جاء ضئيل (7.86) مقارنة بمتوسط العائد

السنوي في مجمل الصناديق المفتوحة والمغلقة والذي قدر (15.52%)، مع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند (8.74%)، ويرجع السبب في النتائج السلبية إلى سببين رئيسيين وهما:

- أن نوعية الصناديق المغلقة تكون في معظم الأحيان تتكون من أفراد عائلة واحدة، وبالتالي يستحيل أن تكون لها خيارات عديدة إما في الزيادة في رأس المال أو في التنويع أو في حركة الشراء والبيع للأوراق المالية بسبب المحدودية الكبيرة التي تعمل فيها هذه الصناديق. والدليل العدد القليل لهذه الصناديق مقارنة بالصناديق المفتوحة.

- كما تتميز صناديق الاستثمار المغلقة في مصر بأن شركة صناديق الاستثمار التي تصدر الوثيقة لا علاقة لها بالمدخر بعد أن يشتري منهما الوثيقة، إذا ما أراد بيعها فعلى حائز الوثيقة في حالة رغبته في بيعها أن يتجه إلى شركة سمسة تقوم ببيع الوثيقة له في البورصة، حيث يكون الصندوق المغلق محمدا بعدد معين من الأسهم يمكن تداولها في السوق المالية حسب السعر السائد في السوق بعكس الصندوق المفتوح.

4- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مؤشر الصناديق المفتوحة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال فترة الدراسة بلغ 16.55% .

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74% .

- وبلغ معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق المفتوحة 0.19.

وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور لمؤشر الصناديق المفتوحة على النحو التالي:

$$T = \frac{16,55 - 8,74}{0,19} = 41,10$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاعت الصناديق المفتوحة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 41.10 وحدة عائد، وهو ما يشير أيضا إلى ارتفاع ربحية هذه النوعية من خلال فترة الدراسة، فعلى الرغم من ارتفاع معامل قيمة المخاطرة المنتظمة في سوق الصناديق المفتوحة بجزء ضئيل جدا يكاد أن لا يحسب الفرق (0.19)، مقابل قيمته في حالة سوق صناديق الاستثمار بصفة عامة (0.18)، إلا أن متوسط العائد السنوي المرتفع خلال فترة الدراسة (16.55%) ومع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند (8.74%)، قد أدى إلى ارتفاع عائد المخاطرة المنتظمة في استثمارات تلك الصناديق إلى مستوى 41.10 وحدة عائد مقابل كل وحدة مخاطرة منتظمة تعرضت لها الصناديق المفتوحة.

ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المفتوحة المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنويع الكامل للمحفظة وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة، وبالتالي ومع السياسة الاستثمارية التي تتسم بها تلك النوعية من الصناديق في السوق

المصرية، حيث الميل نحو الاستثمار في الصناديق المفتوحة بدل الاستثمار في الصناديق المغلقة، فإن المخاطرة غير المنتظمة التي لا يأخذها مؤشر ترينور في الحسبان سوف تكون مرتفعة في حالة الصناديق المفتوحة لو تم ترجيح عوائد تلك النوعية من الصناديق بالمخاطرة الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة).

5- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها:

بعد القيام بالعمليات الحسابية تم التوصل إلى ما يلي

- تم التوصل سابقا إلى المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة بلغ 15.52 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الإسلامية من بين أربعة (4) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 29.20 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق المتوازنة من بين ثمانية (8) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 12.76 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الأسهم من بين أربعة عشر (14) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 16.24 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق السندات من بين ستة (6) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 11 % .

- مع العلم بأن متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % .

- وبلغت متوسط قيمة المخاطرة المنتظمة (معامل بيتا) بالنسبة إلى :

- الصناديق الإسلامية : 27.91

- الصناديق المتوازنة : 16.24

- صناديق الأسهم : 20.39

- صناديق السندات : 8.70

الجدول رقم (4/21) :

نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها

الترتيب	نوعية الصناديق	متوسط العائد	مؤشر ترينور
M	المؤشر العام لسوق الصناديق	15.52 %	37.67 %
01	الصناديق الإسلامية	29.20 %	73.30 %
02	الصناديق المتوازنة	12.76 %	24.75 %
03	صناديق الأسهم	16.24 %	36.78 %
04	صناديق السندات	11 %	25.98 %

المصدر: من إعداد الباحث

لقد جاءت في المرتبة الأولى الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث متوسط العائد وقد بلغ 29.20% مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى، وبهذا العائد حققت عائد إضافي إيجابي كبير من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرت بـ 73.30 وحدة عائد، ويرجع ارتفاع الربحية الذي استطاعت الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المصرية إلى طبيعة المجتمع المصري بأنه غالبية مسلم من جهة ومن جهة ثانية أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالنسبة للعون الاقتصادي أكثر أماناً من حيث التنوع ومن حيث شفافية البيانات المقدمة من طرفها. كما أن مديري الصناديق الاستثمارية الإسلامية تعتبر شخصيات اقتصادية مرموقة في المجتمع المصري على غرار، وتعتبر خبرة وكفاءة مدير الاستثمار لأي صندوق عامل أساسي ومحدد لأدائه، فكلما زادت خبرة وكفاءة مديري الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط ما بين كفاءة وخبرة مديري الاستثمار و نتائج العوائد التي حصلت عليه أداء الصناديق، وكلما كان الأداء أكبر كانت التكاليف قليلة جداً، مما يجعل الاستقطاب الكبير من الجمهور على هذه الصناديق. وهذا ما لاحظناه في الصناديق الإسلامية بدرجة كبيرة رغم أن المخاطرة المنتظمة جاءت كبيرة حيث قدرت بـ 0.28 مقارنة بالمؤشر العام للصناديق الاستثمارية حيث قدرت المخاطرة المنتظمة فيه بـ 0.18 .

كما جاءت صناديق الأسهم في المرتبة الثانية من حيث متوسط العائد والذي بلغ 16.24% وبهذه النتيجة استطاعت صناديق الأسهم أن تحقق عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة 35.09 وحدة عائد وهي نسبة إيجابية مقارنة بالصناديق الأخرى

ومما سبق يمكن القول أن نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مختلف مؤشرات سوق صناديق الاستثمار المصرية تعطي صورة واضحة لتقييم سوق صناديق الاستثمار المصري بصفة عامة وتقييم سوق كل نوعية

من أنواع الصناديق الموجودة به، حيث جاءت نتائج التطبيق موافقة لما هو متوقع وفقا للطبيعة الاستثمارية الخاصة بكل نوعية من أنواع الصناديق في السوق.

وتبين النتائج أن العائد الإضافي المرجح بالمخاطرة المنتظمة الذي استطاع سوق صناديق الاستثمار المصرية ككل تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة بلغ 18 وحدة عائد، وهو معدل مرتفع للربحية المعدلة بالمخاطرة ويعكس حجم المكاسب التي استطاعت سوق صناديق الاستثمار المصرية تحقيقها خلال فترة الدراسة وتختلف عوائد كل سوق من أسواق الصناديق من كل وحدة مخاطرة منتظمة، وجاءت الصناديق الإسلامية في المقدمة بنحو 107.67 وحدة عائد وتليها الصناديق المتوازنة بنحو 39.95 وحدة عائد ثم صناديق الأسهم بنحو 35.09 وحدة عائد، وفي الأخير جاءت صناديق السندات ذات الدخل الثابت بنحو 30.10، وهو ما يشير إلى ربحية السوق ككل خلال فترة الدراسة.

ويرجع ارتفاع عوائد سوق الصناديق المصرية المرجحة بالمخاطرة المنتظمة بالدرجة الأولى إلى انخفاض قيمة المخاطرة المنتظمة التي تعرض لها سوق الأوراق المالية المصرية على الرغم من التغيرات الاقتصادية القوية التي شهدتها تلك الفترة التي أعقبت تحرير سعر الصرف والتذبذب الذي شهده قبل استقراره بداية من عام 2005 بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم ومجموعة العوامل السياسية التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط سواء فيما يتعلق بحرب العراق أو لبنان فنجد أن البورصة المصرية لم تتأثر كثيرا بتلك الأحداث وشهدت قفزات كبيرة على خلفية الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد المصري وانعكست على مؤشرات الكلية خلال عامي 2005 و2006.

ومن ناحية أخرى يرجع ارتفاع ربحية سوق الصناديق المصرية بمختلف أنواعها وفقا لنتائج تطبيق مؤشر ترينور إلى طبيعة المؤشر نفسه والتي تفترض أن محفظة الأوراق المالية لا تتعرض سوى للمخاطرة المنتظمة وأن هناك تنوع كامل للمحفظة يؤدي إلى اختفاء المخاطرة غير المنتظمة أي اقتصار المخاطرة الكلية على المخاطرة المنتظمة فقط، وبالتالي من المتوقع أن تختلف في حالة تطبيق مؤشر شارب حول معدلات العوائد المرجحة بالمخاطرة الكلية لسوق صناديق الاستثمار المصرية.

رابعا - نموذج شارب: Sharpe Model

يقوم نموذج شارب عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على أساس الاعتماد على نموذج تسعير الأصل الرأسمالي، وفي نموذج شارب يتم الاعتماد على المخاطر الكلية لمحفظة الاستثمار في الصندوق وليس المخاطر المنتظمة فقط كما في نموذج ترينور.

يعطي مؤشر شارب العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة كلية يتحملها الصندوق خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم كلما ارتفعت وحدات العائد المقابلة لكل وحدة مخاطرة كلية كلما كان أداء الصندوق أفضل، أي أن قيمة المؤشر ترتفع كلما زادت عوائد الصندوق الإضافية ونقصت المخاطرة الكلية (δ).

ويتم قياس أداء الصناديق الاستثمارية من خلال المعادلة التالية:

$$Ri = \frac{Vc - Vr}{\delta} \times 100$$

حيث أن δ : الانحراف المعياري والذي يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات المحفظة ومن الملاحظ أن معادلة ترينور عند قياس أداء صناديق الاستثمار لا يختلف عن معادلة شارب سوى في مقام المعادلة.

1- نتائج صناديق الاستثمار وفقا لمؤشر شارب :

عند تطبيق مؤشر شارب يتم أخذ عوائد مؤشر البورصة المرجحة بالمخاطرة الكلية كمقياس مرجعي يتم قياس أداء الصناديق عليه، وبالتالي تم تقدير مؤشر شارب لمؤشر البورصة المصرية CASE30 قبل تطبيقه على مؤشرات سوق الصناديق في مصر وذلك بعد الرجوع لقيم متغيرات حساب مؤشر شارب والتي تم حسابها من قبل:

- المتوسط السنوي لعوائد مؤشر البورصة CASE 30 بلغ 36.61 %.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة بلغ 8.74 %.

- وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) لعوائد مؤشر البورصة 49.8 .

وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر شارب لمؤشر البورصة المصرية case 30

خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$SH = \frac{36,61 - 8,74}{49,8} = 0,56$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاعت البورصة ممثلة في Case 30 تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية 0.56 وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية البورصة المصرية المعدلة بالمخاطرة الكلية إلى ارتفاع قيمة المخاطرة الغير منتظمة لعوائد مؤشر Case 30 نتيجة التذبذب القوي الذي تعرض له المؤشر خاصة في سنة 2008 مما أثر على السنتان القادمتان (2009-2010)، هذا بالإضافة إلى موجة التصحيح التي شهدتها السوق خلال الفترة (2003-2006) وبالتحديد خلال النصف الأول من عام 2006 قبل أن يستعيد المؤشر بعض خسائره خلال النصف الثاني من نفس العام، ونظرا لأن المخاطرة هنا يتم قياسها بالتذبذب (الانحراف المعياري) في العائد، فقد ارتفعت المخاطرة الكلية لمؤشر Case 30 والذي يمثل المؤشر المرجعي لقياس عوائد سوق صناديق الاستثمار المصري المرجحة بالمخاطرة الكلية، نتناول نتائج تطبيق مؤشر شارب على مؤشرات سوق الصناديق المصرية على النحو التالي:

2- نتائج تطبيق مؤشر شارب على المؤشر العام لسوق الصناديق:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال الفترة (2005-2010) بلغ

15.52 %.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 %.

- وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) لعوائد مؤشر سوق الصناديق 14.08. وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر شارب للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي:

$$SH = \frac{15,52 - 8,74}{14,08} = 0,48$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاعت سوق صناديق الاستثمار تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية 0.48 وحدة عائد وهو ما يوضح تساوي (بالتقريب) معدلات عائد المخاطرة في السوق على معدلات عوائد المخاطرة في سوق صناديق الاستثمار في مصر، ومن ثم تكون العوائد المرجحة بالمخاطرة تساوي بالتقريب مقارنة بقيمة معدل شارب في حالة مؤشر البورصة المصرية Case 30 وذلك على الرغم من انخفاض المخاطرة الكلية لعوائد العام لسوق صناديق الاستثمار المصرية (14.08) مقابل المخاطر الكلية في حالة مؤشر البورصة المصرية Case 30 (49.8)، رغم ارتفاع متوسط العائد السنوي في حالة مؤشر البورصة المصرية (36.61%) لكن بقيت قيمة عوائد البورصة المرجحة بالمخاطرة الكلية مقارنة بسوق صناديق الاستثمار.

ويرجع تساوي العوائد المرجحة بالمخاطرة الكلية لسوق الاستثمار مقارنة بالبورصة المصرية إلى طبيعة الاستثمار في سوق الصناديق حيث توظف الصناديق كامل محافظها في البورصة لكن قلة التنوع الجيد عند بعض الصناديق أثر على انخفاض متوسط العائد السنوي البسيط لسوق الصناديق عن متوسط العائد السنوي البسيط لمؤشر البورصة المصرية، كما لا تستثمر نسبة كافية منها في أصول ذات دخل ثابت التي تقلل من حجم المخاطرة وبالتالي تزيد في قيمة المؤشر، هذا بالإضافة إلى ضيق أو صغر حجم سوق صناديق الاستثمار في مصر مقارنة بما هو موجود في الدول المتقدمة وهو ما يجعله غير قادر بقدر الكفاية على القيام بدور صانع السوق.

3- نتائج تطبيق مؤشر شارب على مؤشر الصناديق المفتوحة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال فترة الدراسة بلغ 16.55%.
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة نفس الفترة بلغ 8.74%.
- وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة 14.17. وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر شارب لمؤشر سوق الصناديق المفتوحة على النحو التالي:

$$SH = \frac{16,55 - 8,74}{14,17} = 0,55$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاعت الصناديق المفتوحة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية 0.55 وحدة عائد، وهو ما يشير أيضا إلى تفوق عائد المخاطرة للبورصة ككل على عوائد المخاطرة في هذه النوعية من الصناديق خلال فترة الدراسة.

4- نتائج تطبيق مؤشر شارب على مؤشر الصناديق المغلقة:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد مؤشر الصناديق المغلقة خلال فترة الدراسة بلغ 7.86%.
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة نفس الفترة بلغ 8.74%.
 - وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة 12.72.
- وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر شارب لمؤشر سوق الصناديق المفتوحة على النحو التالي:

$$SH = \frac{7.86 - 8.74}{12.72} = -0.07$$

أي أن العائد سلبي حيث حققت الصناديق المغلقة من كل وحدة مخاطرة كلية (-0.07) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ضئيل يكاد لا يقاس في أداء المؤشر، والسبب يرجع إلى انخفاض معدل العائد المتوسط السنوي للصناديق المغلقة الذي بلغ 12.72% مقارنة بالصناديق المفتوحة 16.55%، حيث كذلك جاءت المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) تقريبا متساوية، حيث بلغت 14.08 وبلغت في الصناديق المفتوحة 14.17. ويرجع ذلك إلى الطبيعة الاستثمارية لهذا النوع من الصناديق .

والجدول التالي يلخص النتائج المتوصل إليها :

الجدول رقم (4/22)

نتائج تطبيق مؤشر شارب وفقا لأنواعها

المؤشر	قيمة مؤشر شارب
مؤشر البورصة CASE30	0.56
المؤشر العام لسوق الصناديق	0.48
مؤشر الصناديق المفتوحة	0.55
مؤشر الصناديق المغلقة	0.48

المصدر: من إعداد الباحث

5- نتائج تطبيق مؤشر شارب على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها:

بعد القيام بالعمليات الحسابية تم التوصل إلى ما يلي

- تم التوصل سابقا إلى المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة بلغ 15.52 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الإسلامية من بين أربعة (4) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 29.20 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق المتوازنة من بين ثمانية (8) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 12.76 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الأسهم من بين أربعة عشر (14) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 16.24 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق السندات من بين ستة (6) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 11 % .

- مع العلم بأن متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % .

- وبلغت قيمة المخاطرة المنتظمة (معامل بيتا) بالنسبة إلى :

- الصناديق الإسلامية : 18.93

- الصناديق المتوازنة : 13.30

- صناديق الأسهم : 16.26

- صناديق السندات : 6.77

والجدول التالي يوضح ذلك :

الجدول رقم (4/23) :

نتائج تطبيق مؤشر شارب على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها

الترتيب	نوعية الصناديق	متوسط العائد	مؤشر شارب
	مؤشر البورصة CASE30	%36.61	0.56
M	المؤشر العام لسوق الصناديق	% 15.52	0.48
01	الصناديق الإسلامية	% 29.20	1.08
02	صناديق المتوازن	% 12.76	0.30
03	صناديق الأسهم	% 16.24	0.46
04	صناديق السندات	% 11	0.33

المصدر: من إعداد الباحث

وتشير النتائج إلى تحقيق الصناديق الإسلامية تفوق باهر وكبير جدا بتحقيقها 1.08 وحدة عائد، مقارنة بنتائج مؤشر البورصة المصرية الذي حقق نتائج كذلك إيجابية جدا قدرت ب 0.56 وحدة عائد، وكذلك جاءت نتائج المؤشر العام لسوق الصناديق إيجابية و قدرت ب 0.48 وحدة عائد. ويرجع ترتيب نتائج الصناديق من حيث أهدافها من خلال مؤشر شارب إلى احتلال الصناديق الإسلامية المرتبة الأولى و متفوقة حتى على مؤشر البورصة CASE30 والمؤشر العام لسوق الصناديق، ويرجع سبب التفوق إلى طبيعة هذه الصناديق وارتباطها بالمجتمع الإسلامي الذي ينظر إلى هذا النوع بأكثر مصداقية في إتباعه التعاليم الإسلامية في اختياراته الأوراق المالية، رغم أن المخاطرة الكلية جاءت كبيرة عند هذه الصناديق وترجع قوتها إلى الحجم الكبير لهذه الصناديق وإلى الأداء الجيد لمديري الصناديق وبالتالي كان العائد كبير.

وجاءت المرتبة الثانية إلى صناديق الأسهم التي قاربت نتائجها نتائج المؤشر العام لسوق الصناديق والتي بلغت 0.46 وحدة عائد، وهذا يدل على أن هذه الصناديق مرنة وتعبر على أداء الصناديق أجمع في المتوسط، والدليل أن حتى المخاطرة الكلية جاءت متوسطة. أما المرتبة الثالثة والمرتبة الأخيرة رجعت إلى صناديق السندات والصناديق المتوازنة حيث بلغت 0.33 و 0.30 وحدة عائد على التوالي .

إن نتائج مؤشر شارب جاءت مساوية إلى مؤشر ترينور وهذا من حيث ترتيب الصناديق ، أما من حيث نتائج كل مؤشر فالاختلاف يكمن في نوعية المخاطر. إما أن تكون كلية أو تكون منتظمة وبالتالي الفرق في النتائج بين مؤشر ترينور ومؤشر شارب يكمن في المخاطر غير المنتظمة. ونرى أن دقة أداء مؤشر

ترينور أشمل وأدق من مؤشر شارب الذي يدرس المخاطر المنتظمة فقط. ويطلق أيضا عليها المخاطر غير قابلة للتنوع أو مخاطر السوق وهذه المخاطر لا يتم تخفيضها بزيادة عدد الأسهم في الصندوق وإنما تبقى على حالها فهي لا تتأثر بزيادة عدد الأسهم في صندوق الاستثمار. وبالتالي فهي لا يتم تخفيضها بالتنوع مثل مخاطر التغيرات في أسعار الفائدة ومعدلات التضخم. أما المخاطر غير المنتظمة فهي المخاطر الخاصة بظروف كل منظمة على حدى مثل ظروف منظمة بعينها أو التغير في تكنولوجيا صناعة السلعة التي تقدمها المنظمة وهي مخاطر خاصة وقابلة للتنوع لذلك يطلق على هذه المخاطر مخاطر منوعة أي أنه يمكن التغلب عليها بالتنوع.

فإن المحصلة النهائية هي تراجع المخاطر الكلية بالتنوع أي بزيادة عدد الأوراق المالية في الصندوق نتيجة تراجع المخاطر غير المنتظمة، حيث أن المخاطر غير المنتظمة فقط هي التي يتم التغلب عليها وتخفيضها بالتنوع.

ثالثا - نموذج مقياس M^2 (Leah et franco modiliani) :

يعطي هذا المقياس عائدا للمحافظة عند انحراف معياري مساوي للانحراف المعياري للسوق وذلك عن طريق تعديل مخاطرة المحافظة، فإذا كان للمحافظة انحراف معياري أكبر من السوق نقوم ببيع نسبة جزء من مكونات المحافظة على النحو الذي يساوي بين الانحراف المعياري لها والانحراف المعياري للسوق، أما إذا كان الانحراف المعياري للمحافظة أصغر فيتم تعديلها من خلال شراء أوراق خالية من المخاطرة مثل أذون الخزانة.

ويتم حساب مقياس (M^2) من خلال المعادلة التالية :

$$M^2 = (\delta m / \delta p) (R_p - R_{rf}) + R_{rf}$$

حيث أن :

δm : الانحراف المعياري لعوائد السوق

δp : الانحراف المعياري لعوائد الصندوق

R_p : عوائد الصندوق

R_{rf} : العائد الخالي من المخاطر

1- نتائج تطبيق مقياس (M^2) على المؤشر العام لسوق الصناديق:

فيما يلي رسدا لنتائج تقدير متغيرات حساب M^2 للمؤشر العام لسوق صناديق الاستثمار والتي

سبق تقديرها على النحو التالي:

- الانحراف المعياري لعوائد مؤشر البورصة CASE30 خلال فترة الدراسة بلغ 49.8

- الانحراف المعياري لعوائد مؤشر الصناديق خلال نفس الفترة 14.08

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نف الفترة بلغ 8.74 %
 - متوسط عوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة 15.51 %.
- وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة M^2 للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي:

$$M^2 = (49,8 / 14,08) * (15,51 - 8,74) + 8,74 = 32,70$$

وبالتالي فإن العوائد البسيطة للمؤشر العام لسوق الصناديق سوف تصبح 32.70 % بدلا من 15.51 % في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في البورصة المصرية.

وعلى الرغم من رفع درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق لنفس مستوى المخاطرة في حالة مؤشر البورصة المصرية CASE30، فإن عوائدها البسيطة لا تزال أقل من عوائد مؤشر البورصة التي تصل إلى 36.61 % أي بفارق نحو 3.9 نقطة مئوية وهذا يرجع في حقيقته إلى الارتفاع القوي الذي حققه مؤشر البورصة المصرية خلال فترة الدراسة مما رفع من متوسط عوائده البسيطة إلى مستوى كبير مقارنة بما حققه سوق صناديق الاستثمار في مصر.

2- نتائج تطبيق مقياس M^2 على مؤشر الصناديق المفتوحة:

- نجد أن الانحراف المعياري لعوائد مؤشر البورصة CASE30 بلغ 49.8.
 - متوسط الانحراف المعياري لعوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال نفس الفترة 14.17.
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نف الفترة بلغ 8.74 %
 - متوسط عوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال فترة الدراسة 16.55 %.
- وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة M^2 للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي:

$$M^2 = (49,8 / 14,17) * (16,55 - 8,74) + 8,74 = 36,15$$

وبالتالي فإن العوائد البسيطة لمؤشر سوق الصناديق المفتوحة سوف تصبح 36.15 % بدلا من 16.55 % في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق المفتوحة لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة في حالة الاستثمار المباشر في البورصة المصرية، أي بارتفاع مقداره 19.6 نقطة مئوية.

3- نتائج تطبيق مقياس M^2 على مؤشر الصناديق المغلقة:

- نجد أن الانحراف المعياري لعوائد مؤشر البورصة CASE30 بلغ 49.8.
- متوسط الانحراف المعياري لعوائد مؤشر الصناديق المغلقة خلال نفس الفترة 12.72.
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نف الفترة بلغ 8.74 %.

- متوسط عوائد مؤشر الصناديق المفتوحة خلال فترة الدراسة 7.86% .
وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة M^2 للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي:

$$M^2 = (49,8 / 12,72) * (7,86 - 8,74) + 8,74 = 5,30$$

وبالتالي فإن العوائد البسيطة لمؤشر سوق الصناديق المغلقة سوف تصبح 5.30% بدلا من 7.86% في حالة رفع معدل المخاطرة في استثمارات الصناديق المغلقة لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة في حالة الاستثمار المباشر في البورصة المصرية أي بارتفاع مقداره 2.56 نقطة مئوية.

4- نتائج تطبيق مقياس M^2 على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها:

بعد القيام بالعمليات الحسابية تم التوصل إلى ما يلي

- تم التوصل سابقا إلى المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة بلغ 15.52% .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الإسلامية من بين أربعة (4) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 29.20% .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق المتوازنة من بين ثمانية (8) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 12.76% .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الأسهم من بين أربعة عشر (14) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 16.24% .
- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق السندات من بين ستة (6) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 11% .

- مع العلم بأن متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74% .

- وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) بالنسبة إلى :

- الصناديق الإسلامية : 18.93

- الصناديق المتوازنة : 13.30

- صناديق الأسهم : 16.26

- صناديق السندات : 6.77

والجدول التالي يوضح ذلك :

الجدول رقم (4/24) :

نتائج تطبيق مقياس M^2 على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها

الترتيب	نوعية الصناديق	متوسط العائد	مؤشر M^2
	مؤشر البورصة CASE30	36.61%	
M	المؤشر العام لسوق الصناديق	15.52%	
01	الصناديق الاسلامية	29.20%	23.96
02	صناديق المتوازن	12.76%	13
03	صناديق الأسهم	16.24%	15.23
04	صناديق السندات	11%	13.44

المصدر: من إعداد الباحث

خاتمة الفصل:

لجأت الدولة منذ قرابة عقدين من الزمان إلى تصحيح مسار الاقتصاد المصري، وذلك بإتباع ما عرف بسياسة الإصلاح الاقتصادي، وفي ظل هذا الاتجاه تزايد الاهتمام بسوق المال، إذ تلعب تلك السوق دورا حيويا في الربط بين قطاعات الاقتصاد المختلفة، فهي توفر فرص الاستثمار لبعض القطاعات كما توفر فرص التمويل لقطاعات أخرى، هذا بالإضافة إلى دورها في تنفيذ برنامج الخصخصة، الذي بدأ في مصر مع مطلع التسعينات (1991) بهدف تحويل ملكية الحكومة في 314 شركة إلى ملكية خاصة، من خلال بيع تلك الشركات إلى مستثمر رئيسي، أو لاتحاد العاملين، أو بطرح حصص من تلك الشركات في السوق الأولي، وقد تم طرح أسهم 45 شركة من جملة 180 شركة في سوق المال، وبلغت حصيلة البيع 7.4 مليار جنيه، وهو ما يعادل 48% من إجمالي حصيلة برنامج الخصخصة حتى عام 2001.

وقد تزامن توقيت هذا البرنامج تقريبا مع توقيت إنشاء صناديق الاستثمار في مصر "لتجد الصناديق بذلك بغيتها المنشودة" فبعد صدور القانون رقم 95 لسنة 1992 والذي سمح للبنوك وشركات التأمين بإنشاء ذلك النشاط، وبالتحديد في سبتمبر 1994 تم إنشاء أول صندوق استثمار برأسمال قدره 100 مليون جنيه، وبنهاية العام بلغ العدد ثلاثة صناديق برأس مال قدره 500 مليون جنيه، ثم تولت صناعة الصناديق حتى نهاية 2011 وصل عددهم 74 صندوقا برأس مال قدره 15.4 مليار جنيه، أي ما يعادل 3.2 مليار دولار .

ونظرا لأهمية الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني، فقد أوجد المشرع نظاما جديدا لإدارة تلك الصناديق وأسماء مدير الاستثمار وحدد الشروط الواجب توافرها في هذا المدير وكذلك وضع المحاذير التي يحظر عليه القيام بها، وذلك ضمانا لحقوق حملة الوثائق والجهة المنشئة للصندوق والاقتصاد الوطني ككل، وتخضع صناديق الاستثمار بنوعيتها " المفتوحة والمغلقة" إلى رقابة الهيئة العامة لسوق المال، كما تخضع صناديق الاستثمار المفتوحة إلى رقابة البنك المركزي أيضا.

وقد أثبتت صناديق الاستثمار نجاحها النسبي في السوق المصرية " مع الأخذ في الاعتبار ضآلة حجم الأموال المستثمرة بها نسبيا" في جميع مراحلها التي مرت بها من انتعاش وأزمة وتصحيح وتراجع، حيث أنه بالرغم من انخفاض الأسعار في بعض الفترات لأنها تعتبر أفضل وسيلة للاستثمار في الأوراق المالية، وأدائها يعتبر أفضل أداء مقارنة بأداء السوق خاصة صناديق الاستثمار الإسلامية. والتي أعتبرها أمل في الجزائر.

النتائج:

كما بدأت هذا البحث بحمد الله جل وعلا، فإني أحمدُه سبحانه أولاً وآخراً، ظاهراً وباطناً، على آلائه الجسيمة، ونعمه العظيمة، أن يسر "بفضل منه" إكمال هذا الجهد الذي تحدثت فيه عن دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع امكانية تطبيقها في الجزائر، وقد قسمت البحث إلى أربع فصول: تناولت في الفصل الأول الجوانب النظرية والفنية للادخار والاستثمار، وتناولت في الفصل الثاني الجوانب النظرية والفنية في سوق الأوراق المالية، كما تناولت في الفصل الثالث الجوانب النظرية والفنية لصناديق الاستثمار، أما الفصل الرابع والأخير فتناولت دراسة حالة مصر كتجربة رائدة في الدول العربية رغم نقص الموارد الباطنية فيها.

وقد توصل الباحث إلى النتائج والتوصيات التالية:

أولاً- يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دوراً رئيسياً في دعم برنامج الخوصصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة، وذلك عن طريق زيادة التمويل الداخلي للمشروعات القائمة وشراء الأسهم المطروحة من جانب الحكومة للشركات التي تملكها وكذلك تمويل شراء أسهم المشروعات والاستثمارات الجديدة والتي تطرح أسهمها في السوق لأول مرة، مما يساعد على توسيع قاعدة الملكية الخاصة وهو أحد الأهداف الرئيسية المرجوة من برنامج الخوصصة، وعلى الرغم من أن هذا التمويل يعتبر حتى الآن نسبة ضئيلة نظراً لصغر حجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق بالنسبة لحجم الاستثمارات في البورصة المصرية، إلا أنه من المتوقع أن تزيد انتعاش سوق الأوراق المالية.

ثانياً- أثبتت الدراسة أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه مع تقليل المخاطر لأقل درجة وتقليل التكاليف، فلقد ساعدت الصناديق المدخر الصغير والذي ليس لديه المال الكافي والخبرة في دخول البورصة في تحقيق عائد مناسب من الأرباح، وذلك من خلال مديري الاستثمار ذو الخبرة المتخصصة في هذا المجال، وأيضاً قدرة هذه الصناديق على إنشاء محفظة استثمار متنوعة تنويعاً كافياً، مما يقلل من المخاطر، مما يجعل الاستثمار في هذه الصناديق أكثر أماناً واستقراراً من الاستثمار في مجالات أخرى.

ثالثاً- تعتبر تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برنامج الخوصصة وتطوير سوق المال عن طريق تجربة صناديق الاستثمار التي اعتبرت تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وإنجازاتها. ولقد شهد بهذا النجاح الكثير من المستثمرين والهيئات والمؤسسات الدولية التي تعني بتقييم الأداء الاقتصادي لبلدان العالم، ولقد أدى هذا النجاح إلى تحقيق النتائج التالية للاقتصاد الوطني.

- 1- ارتفاع معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي (بالاسعار الثابتة من 2.2% عام 2002 إلى 5.2% عام 2007
- 2- انخفاض عجز الموازنة العامة لدولة من 4.8% من الناتج المحلي الاجمالي عام 2003/2002 إلى أقل من 1.2% عام 2007/2006.
- 3- انخفاض معدل التضخم من 8.7% عام 2003/2002 إلى 5.7% عام 2007/2006.
- 4- زيادة حجم الاحتياطات من 20.18 مليار دولار عام 2002 إلى 25.22 مليار دولار عام 2007.

رابعا: توسيع قاعدة الملكية الخاصة بزيادة الاسهم المطروحة ورأس المال السوقي في البورصة. ساعد برنامج الخوصصة على زيادة قاعدة الملكية الخاصة، فلقد بلغ رأس المال السوقي للشركات المقيدة في البورصة عام 1992 إلى 1084 مليار جنيه ثم زاد في عام 1993 ليصبح 1280 مليار جنيه بنسبة زيادة قدرها 13% وأخيرا أصبح في عام 2011 قد بلغ 18890 مليار جنيه مما يعني زيادة قاعدة الملكية الخاصة وهو أحد اهم اهداف برنامج الخوصصة المصري.

بلغ عدد الشركات المقيدة في البورصة عام 1994، 700 شركة ثم زادت لتصبح 746 عام 1995 ثم عام 2000 بلغت 1076 شركة بزيادة قدرها 376 شركة مقيدة بالبورصة خلال ستة سنوات بنسبة زيادة قدرها 53.71%. وفي سنة 2011 بلغ عدد الشركات المقيدة في البورصة 1528 شركة مقيدة بالبورصة.

وهي أرقام لم تصلها ولا دولة عربية .

النتائج العامة:

في ظل تهيئة المناخ الاستثماري والاستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تخطي العديد من المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الإيجابية في ظل الإصلاح الاقتصادي وبرنامج الخوصصة وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال المصري، وخاصة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992، الذي خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر ومنها صناديق الاستثمار الذي كان لها الدور الرئيسي في تنشيط سوق رأس المال وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال، الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية خلال الثلاثين عاما الماضية.

كما أصبح دور القطاع الخاص دورا مهما وبارزا في تحقيق الأهداف الاقتصادية والمساهمة في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مصر. والتطور الذي لحق بسوق رأس المال في مصر أدى إلى زيادة مشاركة القطاع الخاص في إطار عملية الخوصصة حيث اتجهت كثير من الشركات في تدبير احتياجاتها التمويلية من خلال سوق رأس المال.

التوصيات

أولا- التوصيات الموجهة إلى الاقتصاد المصري

- 1- تحتاج السوق المصرية للمزيد من الصناديق ذلك لأن أصول الصناديق الحالية لازالت متواضعة بالقياس لأصول الإجمالية للسوق.
- 2- يجب جعل السوق أكثر كثافة بزيادة عرض الأسهم والسندات بطرح المزيد من أسهم شركات قطاع الأعمال العام والشركات المشتركة، وتوجيه تلك الشركات للحصول على احتياجاتها التمويلية بإصدار السندات المتنوعة الآجال والأشكال والضمانات.
- 3- تحتاج الصناديق في المرحلة القادمة إلى مراجعة التكاليف التي تقع على عاتق حملة الوثائق ومراجعة أتعاب شركات الإدارة على الأداء وحسن الأداء، وأتعاب البنك ومصروفات الصندوق السنوية حتى تستطيع تحمل المنافسة الشرسة المتوقعة في ظل إتفاقية الجات.
- 4- التوسع في السماح للصناديق بدخول مجالات استثمارية غير الاستثمار في الأوراق المالية لجذب مزيد من المدخرات وإيجاد فرص عمل جديدة.
- 5- العمل على تحسين وتنويع الخدمات التي يقدمها مديرو الاستثمار إلى حملة الوثائق.
- 6- سرعة إمداد السوق بشركة مختصة في أعمال تقييم أداء الصناديق، حتى يكون المستثمر الصغير على بينة من الأمر عند اتخاذ قرارا بالاستثمار في الصناديق المطروحة للجمهور، وضرورة الاعتماد على النماذج الكمية في تقييم أداء الصناديق.
- 7- ضرورة تحقيق قدر كبير من الشفافية في التعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية مع توفير المعلومات اللازمة للمدخر وبصورة دورية ومنظمة بدون مقابل.
- 8- إصدار تشريعي لتصحيح التفرقة في المعاملة الضريبية لأرباح الصناديق المغلقة والمعاملة الضريبية لأرباح الصناديق المفتوحة وهي تفرقة غير عادلة.

- 9- معظم صناديق الاستثمار في مصر هي صناديق مفتوحة، كما أنه ليست صناديق متخصصة وتدور في فلك مجموعة من الأوراق المالية الجيدة الموجودة في سوق الأوراق المالية، لنقص عدد الأوراق المالية الجيدة وحرص الصناديق على أموال المكتسبين بها.
- 10- يمكن زيادة دور صناديق الاستثمار في مصر عن طريق إنشاء الصناديق المتخصصة والمباشرة للنهوض بالاستثمارات والقطاعات المختلفة.
- 11- زيادة عدد صناديق الاستثمار تؤدي لزيادة رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية، وزيادة متوسط حجم التداول للأوراق المقيدة في مصر.
- 12- العمل على تفعيل دور معدل العائد على الصناديق القائمة، يمكن أن يكون له تأثير على انتعاش سوق الأوراق المالية.
- 13- العمل على توفير المعرفة الكافية لدى القاعدة العريضة من المدخرين الأفراد بالخبرات والمهارات الأساسية المتعلقة خاصة بالبورصات، من أجل قراءة وتحليل القوائم المالية للشركات، والمحددات اللازمة لاتخاذ قرار التعامل بيها أو شراء للأوراق المالية، مما قد يؤدي لاتخاذ قرارات استثمار أو انسحاب من السوق لا يتم تفسيرها بأداء الشركات أو بمؤشرات الاقتصاد الكلي، مما يرتفع بالأسعار أو ينخفض بها بصورة حادة.
- 14- إن مدير الاستثمار يقوم بإدارة الاستثمارات الخاصة بصناديق الاستثمار أو الأفراد أو المحافظ الاستثمارية الأخرى للجهات المختلفة، بالإضافة إلى أنهم عادة ما يكونوا شركة مساهمة ومن ثم يكون جزء لا يتجزء من حركة سوق الأوراق المالية.
- 15- كما تحتاج السوق المصرية للأوراق المالية أيضا إلى :
- المزيد من الدراسات المتخصصة بشأن الأدوات المالية الممكن تطويرها والممكن استحداثها مثل الشراء الهامشي، البيع على المكشوف، إدخال المشتقات ..إلخ. وهذا ما لا يوجد في البورصة الجزائرية.
 - إصدار المزيد من المجالات العلمية المتخصصة والمتطورة من أجل زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين الصغار خاصة.

ثانيا - التوصيات والاقتراحات الموجهة إلى الاقتصاد الجزائري:

- من خلال ما تم ذكره يمكن التوصل إلى مجموعة من الاقتراحات، تهدف إلى توفير البيئة القانونية والتشريعية اللازمة لإقامة صناديق الاستثمار في الجزائر، وهذا أن يكون إلا عن طريق إتباع التدابير والإجراءات والسياسات التالية:

1- العمل على نشر الوعي الاستثماري بشكل يكفل الحد من غلواء السلوك الاستهلاكي لدى أفراد المجتمع، ومن ثم تحفيز الرغبة والميل لديهم نحو الادخار، ولكي يتحقق هذا الشرط لابد من العمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم لتنشيط حركة الاستثمار، وذلك عن طريق وضع حزمة من القوانين والتشريعات وتوفير متطلبات الكفاءة المالية لأسواق المال، وذلك بما لا يكفل استقطاب المدخرات المحلية فحسب، بل أيضا رؤوس الأموال الأجنبية التي تبحث عن فرص ملائمة للاستثمار خصوصا بعد تنامي مظاهر عولمة أسواق المال.

2- نشر ثقافة الاستثمار المالي عبر وسائل الإعلام المالية، وهذا يتطلب توفير متخصصين في الصحافة المالية والاقتصادية، يلقي على عاتقهم نشر ثقافة الاستثمار في السوق المالية بين الجمهور بجميع فئاته، لأننا وبكل بساطة نؤمن بأنه أيا كانت الأسباب التي تدفع الفرد للاستثمار في البورصة، فإنه لابد من أن يكون لديه الحد الأدنى من الوعي والثقافة الاستثمارية التي تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، وفي سبيل ذلك وجب على البورصة أن تقوم بإصدار كتيبات تعليمية مثل، أساسيات الاستثمار في الأسهم والسندات، نبذة عن صناديق الاستثمار، كيف تبني محفظتك الاستثمارية، كيف تسجل الشركات المساهمة في البورصة...

3- الانتقال من مفهوم العائلية والتضامنية إلى الشركات المساهمة والعمل على التوسع بإقامتها، إذ يعتبر من واجب الحكومة القيام بتشجيع الشركات العائلية الكبيرة وتحويلها إلى شركات المساهمة باعتبارها تشكل العمود الفقري للاقتصاد الوطني، عن طريق تبسيط الإجراءات الإدارية المتعلقة بمنح التراخيص وتقديم التسهيلات القانونية وإعفائها من بعض الرسوم والضرائب وتشجيعها بهدف إدراجها في سوق الأوراق المالية، لأن إقدام هذه الشركات على طرح أسهمها للاكتتاب العام يشكل خطوة إيجابية تهدف إلى استقطاب مدخرات المواطنين وخاصة من ذوي الدخل المحدود، من أجل توظيفها وتنميتها بدلا من تجميدها أو تحويلها إلى معادن ثمينة، أو المضاربة بها في سوق العقارات.

4- استصدار قانون للشركات عصري ومتطور يساعد على تأسيس الشركات المساهمة، ويكون بديلا عن قانون الشركات المعمول به حاليا (قانون التجارة لعام 1949 وتعديلاته)، بحيث يشجع القانون إنشاء هذه الشركات ومعالجة جميع المشكلات التي يعاني منها القانون الحالي.

5- سن قوانين تحمي صغار المدخرين من شركات توظيف الأموال، نظرا لعدم وجود شركات استثمارية مرخصة، وهذا لن يتم عن طريق إلزام هذه الشركات بالإفصاح المالي، ليتمكن المستثمر من أن يقيم بشكل موضوعي جدوى توظيف أمواله من حيث العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة، إذ من المعروف أن الهدف الأساسي للإفصاح هو حماية المستثمرين من مخاطر الغش والخداع والتضليل والنصب، إضافة إلى

المحافظة على الشفافية والصدق والأمانة في التعامل لتعزيز الثقة بالأدوات والأسواق المالية، وهذا لن يكون إلا عن طريق إنشاء هيئة عامة حكومية تسمى: "الهيئة العامة لسوق رأس المال الجزائري" مهمتها الرقابة والإشراف على سوق رأس المال بشقيه الأولي "سوق الإصدار" والثانوي "سوق التداول"، ووضع التشريعات اللازمة لضبط العمليات الجارية في هاتين السوقين.

6- سن التشريعات وقوانين لاستخدام أموال المدخرين بالشكل الأمثل مع ضمانات أموالهم لتساهم هذه المدخرات في البناء من خلال:

* وجود مكاتب التحليل المالي والاستشارات متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية، فمعرفة الناس بمبادئ السوق المالية لا يكفي ليكونوا قادرين على القيام بكل شيء، بل من الضروري وجود شركات تحليل مالي متطورة يلجأ إليها المساهم لاستشارتها في قراراته، وهذا لن يكون إلا عن طريق قيام الحكومة بمنح التراخيص اللازمة لهذه المكاتب على أن تضع معايير ومواصفات مناسبة للكوادر التي ستعمل ضمن هذه المكاتب.

* إصدار التشريع اللازم للترخيص بتأسيس شركات الاستثمار التي تؤسس صناديق الاستثمار و سن تشريعات وقوانين تنظم عمل شركات الاستثمار، على أن يتضمن الترخيص سياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار، والتكاليف المقر أن يتحملها المستثمر، والكيفية التي يمكن بها للمستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وأخيرا إدارة حساب العميل، على أن تتوخى التشريعات المطلوبة الأمور التالية:

- عائد شركات الاستثمار بشكل نزيه وشفاف.

- إلزام شركات الاستثمار بتوفير البيانات للمستثمرين (يوميًا، أسبوعيًا) بواسطة صحف يحدد فيها نشاط الشركة.

- أن تكون السلطة المركزية لشركات الاستثمار في يد الكفيل الذي أسسها، الذي قد يكون مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمؤسسات، وقد يكون مؤسسة للاستشارات في شؤون الإصدار، ويجب أن تكون هذه المؤسسات متخصصة في بيع خدمة البحث والتحقيق وإسداء الرأي الاستشاري، أو مؤسسة للسمسرة.

7- وجود البنوك القادرة على أن تلعب أدوارًا متعدد الجوانب في الأسواق المالية، حيث تقدم هذه الأخيرة الخدمات لأطراف التعامل في السوق المالية، سواء كانوا الجهات المصدرة للأوراق المالية وذلك عن طريق تمكينهم من الإصدار خلالها، أو أفراد الجمهور الذين يطلبون من البنوك باعتبارهم عملاء تنفيذ أوامر البيع والشراء أو مجردة المشورة الفنية التي تعود على إدارة محافظ أوراقهم المالية، وقيام البنوك بتوظيف

أموالهم، إضافة إلى أنها وعاء ادخاري كبير في إدارة صناديق الاستثمار. بناء عليه يجب على البنك المركزي أن يقوم بـ:

* تشجيع البنوك الخاصة على استثمار أموالها لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

* السماح للبنوك الخاصة بتقديم الخدمات المصرفية الاستثمارية وخدمات مصارف الأعمال وإقامة صناديق الاستثمار.

* السماح بإقامة فروع للبنوك الأجنبية، مما يتيح المجال لدخول المزيد من البنوك العربية والأجنبية الكبيرة إلى السوق المصرفي الجزائري، فما من شك أن وجود البنوك الأجنبية الكبيرة يعزز الثقة بالاقتصاد الجزائري، ويعزز قدرته على الاندماج بالاقتصاد العالمي، ومادام هناك رقابة مصرفية متطورة وفعالة، فلا خشية من وجود فروع لبنوك أجنبية في السوق، بل إن مثل هذه البنوك سوف تجلب معها التكنولوجيا وترفع من جودة العمل المصرفي خاصة ونحن مقبلين على حقبة لا مكان فيها للبنوك الصغيرة.

8- الإسراع بإقامة البنوك الإسلامية التي تلعب دورا كبيرا في توسيع الاستثمارات، وتلعب دورا كبيرا في إخراج الأموال من محابئها وتخلصها من الاكتناز، فالبنوك الإسلامية يمكن أن تغير العادات والتقاليد، لأن كلمة "فائدة" لها وقع ثقيل على الكثير من أفراد المجتمع، وبالتالي فإن البنوك الإسلامية تأتي لتشكيل حلا مهما إزاء هذه المسألة، وبالتالي تكون قد ساهمت في استخدام هذه المدخرات المكتترة بشكل صحيح وبذات الوقت خلقت العديد من فرص الاستثمار.

9- وضع الضوابط التنظيمية التي تحكم متطلبات إصدار الأوراق المالية باختلاف أنواعها، وتعزيز الثقة وحماية المساهمين والمستثمرين عن طريق تحديد الحقوق والواجبات بشكل واضح، وتسهيل عملية انتقال ملكية الأوراق المالية، مع الاهتمام بجوانب وعمليات المحاسبة والتدقيق على نشاط الشركات المدرجة أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، وتعزيز الشفافية وتبسيط عمليات وإجراءات التداول والتسوية.

10- تشجيع البنوك العامة والخاصة إلى القيام باستقصاءات عن طرق تصميم وتوزيع مجموعة من الاستثمارات على عملائها باعتبارهم الشريحة الأساسية التي ستوجه لها الرسالة الإعلامية، بالطبع للعميل والمدخر الذي سيستثمر أموالا في وثائق الاستثمار طبيعته الخاصة في ظل سوق أوراق مالية حديث، وفي حالة قيام بنك بتأسيس صندوق استثمار فإن عملاء البنك هم بالتأكيد العملاء المرتقبين للصندوق أو نسبة منهم على الأقل، نظرا لوجود الثقة التي تربط دائما بين البنك وعملياته، ومن هنا فالأساس سيكون قاعدة معلومات عن عميل الصندوق المتوقع ورغباته، وبالتالي يمكن القيام بما يلي:

- تقسيم السوق الذي سيطرح فيها الصندوق منتج كما يلي:

- مؤسسات مالية كبرى (بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار)

- مدخرين وصغار المستثمرين (شرائح الدخل المتواضع)
- كبار المدخرين وكبار عملاء البنوك
- تحديد رغبات العملاء في نوعية العملة التي يفضلونها: العملة المحلية، اليورو، أي عملات أخرى، فنظرا لتنوع الأوراق المالية بالصندوق، فمن المفترض أن ضمن أصوله أسهم وسندات بالدولار الأمريكي، وشهادات إيداع بالدولار الأمريكي.
- تحديد درجة السيولة، العائد، الربحية من خلال دراسة السوق لمعرفة شرائح العملاء التي ترغب في عائد مستقر ودرجة مخاطرة مقبولة، أو عائد مرتفع وتقبل معها درجة مخاطرة عالية.
- تحديد العلاقة ما بين درجة السيولة والفترات الزمنية المناسبة للاستثمار، فهناك عملاء يحتاجون إلى سيولة سريعة في زمن قصير وعملاء يفضلون الآجال المتوسطة والطويلة.
- حقيقة الأمر إن التعرف على رغبات العملاء سواء من حيث نوعية العملة التي يفضلونها أو درجة السيولة والعائد والربحية عندهم، وكذا علاقة درجة السيولة التي يفضلونها مع الفترة الزمنية المناسبة كل هذا يساعد على إمكانية توقعها، دراسة سلوك الودائع وشراؤها وآجالها وخاصة ودائع القطاع العائلي بالجهاز المصرفي، وسلوك المدخرين من القطاع العائلي بالبنك المؤسس للصندوق، وذلك لمعرفة الحالة التنافسية المتوقعة للصندوق وحصته من السوق مقابل الصناديق الأخرى التي تؤسسها البنوك المنافسة، كما أنه من الضروري تحديد النقاط التالية على وجه الدقة من الدراسة التسويقية الخاصة بفتح أسواق لصناديق الاستثمار وخاصة للصناديق التي تؤسسها البنوك:
- دراسة الطاقة الاستيعابية للوثائق التي سيطرحها صندوق الاستثمار حتى يتم إعداد برنامج زمني يتميز بالملائمة بالنسبة لما سيتم طرحه من وثائق استثمار بشكل تدريجي.
- دراسة الطاقة الكامنة للمنافسة في السوق لتحديد الموقف الحقيقي لسوق الصندوق، ومدى إمكانية جذب عملاء من السوق المنافس عن طريق مزايا غير متوافرة في الصناديق الأخرى، تحديد المزايا النسبية التي يمتلكها البنك المؤسسة لصندوق الاستثمار في الجزائر، والتي يمكن أن تقدم أغراض الصندوق، مثل السمعة الحسنة والثقة والأمان، وشبكة الفروع المنتشرة ومحفظة كبيرة من الأوراق المالية، ووجود فروع خارجية للبنك يمكن من خلالها تنفيذ عمليات أوامر بيع وشراء للجزائريين العاملين بالخارج.
- دراسة المركز التنافسي للبنك المؤسس مع الصناديق الأخرى والتي ستؤثر على تسويق الصندوق مثل سمعة مدير الاستثمار وكفاءته ومهارته، ونوعية الأوراق المالية المطروحة وقيمتها في السوق، ووضوح الأهداف والرؤية بالنسبة للمستثمرين وشركة الإدارة واتساقها مع أهداف العملاء ومستوى العاملين في منافذ التوزيع والصندوق وبورصة الأوراق المالية.

- تجهيز الاستبيانات التي يمكن خلالها للعميل تحديد نوعية صندوق الاستثمار الذي يرغب في الانضمام إليه من حيث:
 - الفترة الزمنية
 - نوعية الأوراق المالية التي يرغب فيها
 - درجة الربحية المرغوب منها
 - درجة المخاطرة
- وتصمم هذه الاستثمارة عن طريق طرح مجموعة من الأسئلة على عملائها.
- 11- وجود معايير محاسبية موحدة تعتمد عليها الشركات المساهمة والبنوك في تجهيز قوائمها المالية تمكن المستثمر من المفاضلة بين الشركات واتخاذ قراراته على أسس سليمة. وهذا لا يتم إلا عن طريق:
 - تطوير نظم الإفصاح المالي والنظم المحاسبية المرعية في الجزائر، بحيث تصبح متفقة مع معايير المحاسبية الدولية، وتلزم جميع الشركات العامة والخاصة بتطبيقها.
 - وضع قوانين وقواعد للإفصاح المالي تعتمد على الشفافية الكاملة في الإفصاح عن عائد الشركات العامة والخاصة، من خلال نشر التقارير المالية السنوية وغير السنوية مثل الميزانية حساب الأرباح والخسائر قائمة التدفق النقدي...
 - إلزام الشركات العامة على نشر تقاريرها في الصحف اليومية، وتطوير الصحافة في سورية
- 12- تطوير النظام القضائي، فالقطاع المالي يشهد الكثير من الخلافات التي تأخذ طريقها إلى المحاكم، وهذا يتطلب وجود قضاء فعال سريع متطور.
- 13- تفعيل سوق الأوراق المالية الذي بات ضرورة ملحة للاقتصاد الوطني.

قائمة المراجع والمصادر:

1- الكتب:

- 01- أحمد هني، المديونية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- 20- أحمد حسن الحسيني، صناديق الاستثمار " دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط1، 1999
- 03- أحمد رضوان نعمة الله وآخرون، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
- 04- أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الأردن، 1997.
- 05- أحمد سالم بادويلان، كيف تكون ناجحاً في الأسهم والعقارات، دار الحضارة للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 2005
- 06- آدم مهدي أحمد ، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية، الشركة العالمية للطباعة و النشر ، القاهرة 1999.
- 07- أرشد فواد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط1، 2004،
- 08- أسامة بن محمد باحنشل، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1999.
- 09- أسامة نائل الحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر ، عمان، الأردن، ط1، 2008
- 10- أسعد رياض، تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، عمان، 2004
- 11- أشرف محمد دوايه، الاستثمار في الإسلام، دار السلام للنشر، القاهرة، ط1، 2009.
- 12- أشرف محمد دوايه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 2004
- 13- البرواري شعبان محمد إسلام، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي :دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سورية، ط1، 2002
- 14- الحسيني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999
- 15- الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001
- 16- القرطبي، محمد بن أحمد، الجامع لأحكام القرآن، مطبعة الباي الحلبي، ط1، ج7، القاهرة، 1954
- 17- بشير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 1996

- 18- بن حمود سكينه، دروس في الاقتصاد السياسي، دار الملكية للطباعة، ط1، الجزائر، 2006.
- 19- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، ط1، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002
- 20- جوليت فريلي، ترجمة خالد العامري، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار، دار الفاروق للنشر، القاهرة، ط1، 2001
- 21- جون مينارد كيتز : النظرية العامة في الاقتصاد ، ترجمة نهاد رضا، دار مكتبة الحياة، بيروت - لبنان، 1939.
- 22- حسن إبراهيم بلوط، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت ، ط1، 2002.
- 23- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، ط1، دمشق، سوريا،
- 24- حسن محمد الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، الفطافطة للدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001
- 25- حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية ، عمان- الأردن ، 1996 .
- 26- حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، عين شمس، مصر، 1998
- 27- حمزة الجمعي الدموهي، عوال الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي، دار الأنصار، ط1، القاهرة، 1985.
- 28- حنفي عبد الغفار، الحالة المالية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، 1992 .
- 29- خالد الراوي وهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 1999
- 30- خالد الراوي وهيب: الاستثمار (مفاهيم - تحليل - استراتيجية)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والصناعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى ، 1999.
- 31- خالد أمين عبد الله و إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2006
- 32- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009.
- 33- رزق، عادل محمد، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور أداري ومحاسبي"، ط1 ، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، 2004
- 34- رسمية قرياقص، أسواق المال "أسواق-رأس المال- المؤسسات"، الإسكندرية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، د.ط، 1999

- 35- رمزي زكي، مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلدان النامية، الدار القومية للطباعة والنشر، القاهرة، د.ط، 1966.
- 36- رياض إسماعيل، الادخار في المجتمع الاشتراكي، دار الجامعات المصرية، القاهرة، 1982
- 37- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس ط1، الأردن، 2009
- 38- زياد رمضان: مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، ط1. 1998
- 39- زينب سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، العدد 2004/01/29، الرياض، المملكة العربية السعودية
- 40- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010
- 41- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة، 1996
- 42- سمير محمود عبد العزيز، المداخل الحديثة في تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شبان الجامعة للطباعة والنشر، القاهرة، 1988 .
- 43- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994
- 44- صقر احمد صقر، النظرية الاقتصادية الكلية، وكالة المطبوعات، الكويت، 1983
- 45- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية "علميا- عمليا"، الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، ط1، 2000
- 46- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997 .
- 47- عارف دليلة : تاريخ الأفكار الاقتصادية، مديرية الكتب و المطبوعات، المنشورات جامعة حلب، سوريا ، 1977
- 48- عبد الرحمان بين عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دراسة تطبيقية مقارنة، دار النفائس النشر، عمان، ط1، 2010
- 49- عبد العزيز الخياط، إدارة العمليات المصرفية، دار المتقدمة للنشر، عمان، ط1، 2004
- 50- عبد العزيز الخياط، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، دار السلام للطباعة، القاهرة، د ط، 1989
- 51- عبد العزيز فهمي هيكمل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية للنشر، بيروت، 1980.
- 52- عبد الغفار حنفي: الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000

- 53- عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1995
- 54- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط2، القاهرة، 2010
- 55- عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط1، 2010
- 56- عبد المنعم راضي وآخرون، التحليل الاقتصادي الكلي، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1981.
- 57- عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2001
- 58- عبدالله الصعيدي، الادخار والنمو الاقتصادي: دراسة لمكونات ومحددات الادخار، دار النهضة المصرية، القاهرة، ط1، 1989.
- 59- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010
- 60- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مدخل مقارنة، دار التعليم العالي، 2010، ط1، الإسكندرية
- 61- عقيل جاسم، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999.
- 62- عمرو مصطفى أبو أزيد، صناديق الاستثمار في مصر "الأموال والإدارة" دراسة مقارنة، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الجزء الأول، 1997
- 63- فاضل ناصر القلاف، بورصة الأوراق المالية الكويتية تنميتها وتطويرها، مؤسسة دار الكتب، الكويت، 1978
- 64- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2006
- 65- قطب مصطفى سانو، المدخرات "أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، عمان، ط1، 2001.
- 66- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، القاهرة، 2004
- 67- أبوبكر الصديق عمر متولي، شوقي إسماعيل شحادة، اقتصاد النقود في إطار الفكر الإسلامي، مكتبة وهبة للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 1983.
- 68- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، أيتراك للطباعة والنشر، ط1، 1996
- 69- محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، ط1، 1988
- 70- محمد بلقاسم حسن بهلول : الاستثمار و إشكالية التوازن الجهوي (مثال الجزائر). المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر 1990، ص : 39.
- 71- محمد بوتين: المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991.

- 72 محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002
- 73- محمد صالح الحناوي، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، د.ط، 2001
- 74- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1994
- 75- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية " البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ط، 2000
- 76- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية "الأسهم والسندات"، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط2 2009
- 77- محمد عبد العزيز عجمية و آخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، "النظريات-الاستراتيجيات-التمويل"، الدار الجامعية، ط1، الاسكندرية، 2007.
- 78- محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر: الأبعاد-الاسباب-سياسة العلاج، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، ط1، 1997.
- 79- محمد عثمان إسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية، 1995، ط1.
- 80- محمد عثمان حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، جامعة القاهرة، القاهرة، 1993
- 81- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية ، بيروت، ط1، 2002
- 82- محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط1، 2009
- 83- محمد عوض عبد الجواد و علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة "أسهم-سندات-أوراق مالية"، دار المناهج، عمان، الأردن، ط1، 2006
- 84- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 5، 2009.
- 85- محمد يوسف ياسين، البورصة "عمليات البورصة تنازع القوانين- اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ط1
- 86- محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002
- 87- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005

- 88- مختار محمد بلول، دليل المستثمر في الأوراق المالية الأسهم والسندات، جامعة الملك سعود، الرياض، 1988
- 89- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية "نظريات وسياسات وموضوعات"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2007.
- 90- مروان عطون، الأسواق المالية "أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 1993
- 91- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ط1
- 92- منير إبراهيم هندي "إدارة الأسواق و المنشآت المالية" توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999،
- 93- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، تم نشر الكتاب برعاية المؤسسة العربية المصرفية ABC، البحرين 2001
- 94- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999
- 95- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 1994
- 96- منير البعلبكي، موسوعة المورد، دار العلم للملايين، بيروت، ط1، 1983.
- 97- موريس سلامة، الأسواق المالية في العالم، تر: يوسف الشدياق، منشورات عويدات، بيروت، ط1، 1983
- 98- نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، ط1 دار القلم، دمشق، 2001
- 99- نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007،
- 100- نشأة عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، ج2، 1994
- 101- نصر محمد السلامي، الضوابط الشرعية للاستثمار دراسة وتطبيق، دار الإيمان، الإسكندرية، ط1، 2008.
- 102- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 2011
- 103- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003
- 104- يحيى النووي، رياض الصالحين-باب الاخلاص وإحضار النية-، الشركة الجزائرية اللبنانية للنشر، الجزائر العاصمة، ط1، 2006

2- الرسائل الجامعية:

- 01- إبراهيم نافع قوشجي، دور السوق المالية في تغيير النظام النقدي في سورية، رسالة ماجستير، جامعة حلب، سوريا، 2005
- 02- أحمد محي الدين ، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، القاهرة، ط 1 1995
- 03- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2005
- 04- الشبيلي يوسف عبدالله ، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005
- 05- بشرير عمران: نمذجة قياسية لتأثير الاستثمار على التنمية الاقتصادية باستعمال أشعة الانحدار الذاتي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، الجزائر 2005.
- 06- بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 07- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006
- 08- حوري عمر، الجباية، الادخار، والتنمية مع التطرق إلى حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
- 09- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006
- 10- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية" دراسة تطبيقية على المستثمرين في غزة"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006
- 11- دادان عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية -حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2007
- 12- دعاس خليل، الادخار المحلي والتمويل الخارجي بين التكامل والإحلال "دراسة حالة الدول العربية" رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر ، 2003.

- 13- زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية الناشئة-حالة الأسواق المالية العربية-، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004
- 14- شوقي عزمي محمود حسنين، الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية في السودان، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزعيم الأزهرى، السودان، 2005
- 15- طالي خيرة، نمذجة قياسية اقتصادية لسلوك ادخار العوائل الجزائرية في ظل ظروف التضخم، رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000، ص: 17
- 16- طلال حسن سليمان، المخاطرة والعائد في الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 1997
- 17- على عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الواجهة القانونية، أطروحة دكتوراه في القانون التجاري، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006
- 18- عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة، 2006.
- 19- غادة إبراهيم هاشم، دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق، أطروحة دكتوراة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2007
- 20- فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006
- 21- فوزان القيسي، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة "1989-2005"، أطروحة دكتوراه في لإدارة المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006
- 22- كبير مولود، الادخار وعلاقته ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية قياسية في الجزائر خلال الفترة (1970-2004)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007
- 23- لعبني عمر، إشكالية الاستثمار في الجزائر من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراة 46- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 24- مبارك بن آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراة، كلية الشريعة بالرياض، جامعة بن سعود الإسلامية، السعودية، 2003
- 25- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر-الجزء الأول-رسالة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999

- 26- محمد حنفي محمود، صنع قرار الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية العاملة في سوق رأس المال المصري، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، 2001
- 27- منال محمد متولي، المدخرات في الاقتصاد المصري، رسالة دكتوراه غير منشورة قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1995
- 28- منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 29- هشام البخفراوي، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، رسالة ماجستير في العلوم القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006
- 30- وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1997
- 31- وليد عبدا لرحمن الاجباري ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة، رسالة دكتوراه غير منشورة، مكتبة طلبة الحقوق، جامعة القاهرة، 1982.
- 32- يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة "دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001
- 33- يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، أطروحة دكتوراه في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997

3- الندوات والتقارير

- 01- الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ط1، 1982.
- 02- الخلايلة، محمود عبد الحليم (2004). مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. المجلة العربية للعلوم الإدارية. المجلد 11. العدد 2، 2004
- 03- السيد إبراهيم الدسوقي، المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية، مجلة مركز البحوث، الرياض، 1989
- 04- المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، مطبوعات المؤتمر، البحرين، 2006
- 05- المادة (111) من قانون الضرائب على الدخل رقم 157 لسنة 88 والمعدل بالقانون 187 لسنة 93، قانون الضرائب المصري
- 06- المادة (120) من قانون الضرائب رقم 157 لسنة 1981، قانون الضرائب المصري

- 07- المجموعة المالية هيرومس لإدارة الأصول، صناديق الاستثمار "الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرية المجموعة، 2007
- 08- الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي 1984
- 09- الهيئة العامة لسوق المال، وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي، البورصة والأوراق المالية، يناير 1984.
- 10- تقارير البنك المركزي المصري، تقارير لعدة سنوية (2005-2011).
- 11- تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2007، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2008
- 12- وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001) جمهورية مصر العربية
- 13- تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 1991
- 14- تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2007، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2008
- 15- تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة 2011، بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2012
- 16- تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 2003
- 17- جاسم عبد الكريم، الصناديق المشتركة في السعودية، ورقة عمل في مؤتمر، مطبوعات المؤتمر، الرياض، 1997
- 18- حسني خليل محمد، تطوير وتنمية سوق المال بمصر، المؤتمر العلمي السنوي " المدخرات في مصر"، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 1989
- 19- حمدي عبد العظيم، الهندسة الضريبية لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، مارس 1997
- 20- حمدي عبد العظيم، الهندسة الضريبية لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، مارس 1997
- 21- خالد محمد يسري الموازيني، البورصة في مصر 1995 "الخصائص - مؤشرات النجاح"، منشورات مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، 1996، القاهرة
- 22- زينب سلامة السيد، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، العدد 2004/01/29، الرياض، المملكة العربية السعودية
- 23- زينب سلامة السيد، مجلة الإدارة العامة، مجلة دورية محكمة، جامعة الملك بن سعود، السعودية، العدد 104، أبريل 1999
- 24- سعيد عبد المنعم محمد، المعاملات الضريبية لصناديق الاستثمار، مجلة البنوك، العدد الأول، 1995
- 25- سليمان المتزري، سوق رأس المال خصائصه ودوره في التنمية، ندوة المنامة، البحرين، 17-22 فيفري 1990

- 26- سيد عيسى، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، الجزء الأول، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة من 22-23 مارس 1997
- 27- عارف صالح موسى، ندوة سوق الأوراق المالية -البورصة- في اليمن، صنعاء، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، 2001
- 28- عبدالرؤوف رابعة وسامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم، ندوة هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2006.
- 29- عز الدين حوجة، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994
- 30- عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، مارس 1997
- 31- عصمت عبد الكريم، المعاملة الضريبية لصناديق ووثائق الاستثمار، ندوة توظيف الأموال في صناديق الاستثمار، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، يناير 1995.
- 32- عطية عبد الحليم صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، برنامج ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، السبت 1997/3/22، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر
- 33- علي لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2009.
- 34- علي محمد نجم، سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ندوة المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 1995
- 35- عماد محمود النقيب، صناديق الاستثمار المشتركة "الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية، وكالة الأبناء الكويتية "كونا"، ديسمبر 1994.
- 36- قانون رقم 95 لسنة 1992 - اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992
- 37- فخر الدين علي الفقي وآخرون، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأبناء الكويتية "كونا"، القسم الاقتصادي، 1996
- 38- مؤسسة النقد السعودي، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1994
- 39- مؤسسة نيهومباشي كابايا، ندوة الودائع الاستثمارية في اليابان، طوكيو، اليابان، 1989
- 40- ماهر حامد الحولي، استثمار المدخرات في الإسلام، ورقة عمل مقدمة لليوم الدراسي حول موضوع التأمين والمعاشات في فلسطين "واقع وآفاق"، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007/05/20.

- 41- مجلة البنوك الإسلامية، العدد 16، ربيع الأول، 1401 هـ.
- 42- مجلة الصور، مقالة بعنوان "بدعة الصناديق الإسلامية"، العدد 4241، الصادرة بتاريخ: 2006/01/20،
- 43- محمد براق، أسواق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، الديوان لوطني للأشغال التربوية، الجزائر، 2001، الجزء 37
- 44- محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول
- 45- محمد ماهر محمد علي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول
- 46- مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكليف الشرعي، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر
- 47- منشورات وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001)، جمهورية مصر العربية، 2002
- 48- وزارة الاستثمار، الهيئة العامة لسوق المال، منشورات الوزارة، 1991
- 49- وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (1992-2001)

4- المراجع باللغة الأجنبية:

- 01- A.Chonel.A et Royer.G , Le Marché financier : Structures et acteurs édition revue banque, 6ème édition, 1996
- 02- A.Smith: recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations, Gallimard, Paris, 1976
- 03- Badger .E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. harry, "investwnt principls and practices" 6th edition, Prentichall, 1969
- 04- Bassam I.Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham The Birmingham Business School, 2002
- 05- Ben Branch, Jill Sawyer, Closed End fund Performance on the daily basis, Isenberg School of Management Magazine, November, 2006,
- 06- Bertrand Jacquillat et Bruno slonik " Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques " Gauthier Villars , Paris , 2eme édition ,1994
- 07- Bqsse; I.Azab.the performance of the Egyptian Stock Market .the University of Birmingham.Business School. Sept.2002

- 08- Brigham , E.F ., and Ehrhardt , M.C. (2005) . Financial Management, 11th-Ed . New York: Thomson,
- 09- Brigham, F. Eugene & Gapenski, C. Louis (1994), "Financial Management – Theory & Practice", Seventh Edition, The Dryden Press, New York.
- 10- Bussery , Charois, Analyse et Evaluation des Projets d Investissements, Parie, 1999
- 11- Christian Romain, 24 Mots clés de l'économie et de la gestion_France : édition maxi-livre, 2004
- 12- Cooper J Michael, 2003.Changing names With style : Mutual Funds Name Changes and their Effects on Fund Flows, Purdue University. Economics and Management journal.Volume13, Number2.2005
- 13- D. Recardo : Principe de l'économie politique et de l'IMPOT, calman, Paris, 1970
- 14- David Romer Macro ; Economie aprofundu ; edition international 1997 .
- 15- Denis Henri, Histoire de la pensée économique, PUF. Paris.1982
- 16- F.Guyots, Eléments de Macroéconomie (Paris:édition Tethnip,
- 17- Francis, Jack, Investment, 5th-ed., New york, U.S.A, 1991, and 1983.
- 18- Gerard Dumenil, Marx & Keynes face a la crise, édition economica, paris, 1981
- 19- Gitman , Lawrence, Joehnk, D, pinches, E, managerial Finance, Harper et Row publishers, N.Y., U.S.A, 1985
- 20- H. Cazal et autres, les pièges de l'épargne "Paris : Nouvelle édition du Seuil, 1970".
- 21- Hamid bali ; inflation et mal developpement en Algerie; OPU ; Alger ;1993.
- 22- Higgins, Robert C, Analysis for Financial Management, 6th ed McGraw-Hill, inc, U.S.A, 2001
- 23- J. Margerin, G.Ausset, choix des investissements, édition SEDIFOR, France ,1979
- 24- Jacques margerin , Gérard ausset , investissement et financement , édition courcoux ,1990
- 25- John Maynard Keynes : théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, traduction de Jean largentye, petite bibliothèque, Payot, Paris, 1985
- 26- KORNAL,Socialisme et économique de la pénurie (Paris: édition dunod , 1984) .
- 27- Martin Daniel, Précis d'économie (Paris: édition Nathan, 1998) .
- 28- Meir Kohn, Financial Institutions and Markets, New york : McGraw Hill, Inc, 1994

- 29- Michael D. sheimo .2000.Mutual Fund Rules . McGraw – Hill .New York
- 30- Miguel A.Ferreira et Antonnio F. Miguel , " The Determinants of mutual fund performance : A cross- country study", ISCTE Business School, Portugal, May 2007
- 31- Mohamed Dowider: L'économie politique, une science sociale, Maspéro, Paris, 1974
- 32- P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997
- 33- P.A.Samuelson, les grands courants de la pensée économique, OPU, Alger 1995
- 34- Pierre Marie Pradel, L'épargne et l'investissement (Paris : 4^{ème} édition Presse Universitaire de France, 1968)
- 35- Pilbeam, Kaith (1998), "Finance & Financial Markets", First Edition, Macmillan Press LTD, London
- 36- Quesnay François, tableau économique des physiocrate, édition clamanlevy, paris 1985
- 37- Raache Abdelbasset, L'épargne en algérie : évaluation et évolution (1963-1989), mémoire de magistère en science économiques, I.S.E, 1997.
- 38- Relly, frank, Investment, Thedryden press, U.S.A, 1979
- 39- Ross, A. Stephen & Other (1990), "Corporate Finance", Second Edition, Irwin, Boston
- 40- Ross, Peter, Money and Capital market, 4th.ed. Printed in U.S.A, 1994
- 41- S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance, Office des Publication Universitaire, Alger Algérie, 1992
- 42- Shorbel, L'insuffisance de l'épargne mobilisée et le financement extérieure dans les pays en développement, Tunis : édition economica,1989.
- 43- Theodore E.Day et Yi wang,2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Protfolios,Journal of Finance,May,51(2)
- 44- Tournier-Jean Claude ; Bourse, Investissement, Epargne (Paris : édition Organisation, 1993)
- 45- warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with the real estate Mortgage Crisis, Journal of Finane Economics, Volume 80, November 2007

ملخص البحث

صلاح الدين شريط - دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة تجربة جمهورية مصر" مع إمكانية تطبيقها في الجزائر - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، قسم العلوم الاقتصادية 2011-2012.

تبحث الأطروحة عن الدور الذي يمكن أن تقوم به صناديق الاستثمار لدعم الاقتصاد الوطني عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية من خلال مدخرات وودائع الأفراد والمؤسسات المتواجدة بالأخص في البنوك التجارية. وتعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة "صغار المدخرين" الذين لا يملكون الخبرة و لا الجرأة على التعامل في بورصة الأوراق المالية وزيادة تداولها.

ولاحظت بأن صناديق الاستثمار أضحت هي الرافد الحديث لسوق المال، وهي التي يمكن من خلالها خلق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة، وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات. ويتمثل هذا الدور بخلقه صناديق استثمار تجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم باستثمارها في البورصة الجزائرية. وبالتالي تساهم الصناديق في خلق طلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها، كما تساعد البنوك في تطوير محافظها المالية إذ يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة حيث أنها تتولى عمليات الترويج والبيع والشراء، وهو ما يؤدي إلى تنشيط الجهاز المصرفي وزيادة قدرته الاستيعابية على اجتذاب المزيد من الودائع والمدخرات. وخير دليل على ما أقوله التجربة المصرية التي نجحت في اجتذاب الأموال المصرية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، مما ساهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المصري مما كان له الأثر الإيجابي على ميزان المدفوعات وعلى الجنيه المصري. رغم أن قدرات الاقتصاد المصري ضعيفة جدا مقارنة بقدرات الاقتصاد الجزائري.