جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

صناديق الاستثمار ودورها في تكوين المحافظ المالية (دراسة حالة بورصة مصر والجزائر 2017/2010)

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الطلبة:

- ولدبوزيدي كمال
- بورحال لخضر

تحت اشراف أستاذة:

د/ سعيدي فاطمة الزهراء

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
د/ سالمي رشيد	أستاذ محاضر (أ)	جامعة المدية	رئيسا
د/سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذة محاضرة (أ)	جامعة المدية	مشرفا ومقررا
د/ حميدي كلثوم	أستاذة محاضرة (ب)	جامعة المدية	ممتحنا

السنة الجامعية 2018/2017

الشكـــر و التقديـــر

أولا نشكر الله عز وجل الذي خلقنا في أحسن تقويم وقدرنا على إتمام هذا العمل ويسر لنا الصعاب فالحمد لله حمدا يليق بجلال وجه وعظيم سلطانه .

نتقدم بخالص شكرنا وعظيم امتناننا للأستاذة المشرفة والموجهة الدكتوراه "سعيدي فاطمة الزهراء" التي وافقت الإشراف علينا ومتابعتها لإتمام هذا العمل بأحسن الظروف، والتي رافقتنا بمودة وتشجيع وصبر وسعة صدر والتي لم تبخل علينا بعلمها ونصائحها في سبيل توجيهنا أمدك الله بالصحة والعافية، ودمت ذخرا للعلم والطلبة .

ونتقدم أيضا بالشكر الخاص للدكتور "سالمي رشيد" الذي رافقنا طوال العام دراسي بكل تواضع واخاء، والذي لم يبخل علينا بعلمه ونصائحه القيمة .

كما نتقدم أيضا بالشكر إلى أستاذ رئيس قسم علوم الاقتصادية غزازي عماد الذي قدم لنا كل التسهيلات

وإلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد في إتمام هذا البحث .

الاهـــداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من يشرفون علينا بصباح أرقي من الندي . . . . . .

وبدعاء بملي ء الكون صدي حتى يصرف الله عنا كل أذى

إلى من هي سر نجاحي وبلسم جراحي

إلى أغلى وألطف بشر . أمي العزيزة .

إلى من علمني العطاء بدون انتظار . . . .

أرجو من الله أن يطيل في عمرك لكي ترى ثمارة جهدك بعد طول انتظار

وأقول إن كلماتك ستبقى نجوما أهتدي بها اليوم وغدا وإلى الأبد أبي العزيز .

إلى القلوب الطاهرة والفراشات الطائرة إلى كل اخوتي . عامر، وردة، عمر، عائشة، عبد الحميد .

إلى من علمونا أن الصداقة تكون بالوفاء وبالعطاء . سهيل نبيل، علاء الدين، أحمد نجم الدين، جميل الحاج.

الى اخي الذي لم تلده امي بن زيد عبد القادر .

الى صديقي الذي شاركني اتعاب البحث كلمة بكلمة . بورحال لخضر .

ولد بوزيدي كمال

الإهـــداء

إلى أبي الحبيب سندي ومثلي الأعلى وقدوتي

إلى أمي التي أنارت لي حياتي وأمدتني بالقوة

إلى أختي الغالية التي ساندتني طول فترة دراستي

إلى إخواني سندي في هذه الحياة بدءا بالكتكوت عبد الرحمن ، صالح، يحي ، سيد أحمد ، توفيق، إسماعيل

إلى زوجة أخي

إلى كل من وقف إلى جانبي في مسيرتي الدراسية ولم يتوانى يوما في تقديم النصح

والإرشاد وخاصة زملائي في العمل وعلى رأسهم منير بن عروس

إلى زميلي وأخي كمال ولد بوزيدي على المجهود الكبير المبذول في إنجاز هذه الدراسة و مساعدتي طيل مشواري الدراسي لنيل شهادة الماستر .

ولا أنسى زميلي بن زيد عبد القادر على كل ما قدمه لسنة الثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

بورحال لخضر

فهرس المحتويات

فهـــــــرس المحتويـــات

العنـــــــوان	رقم الصفحة
شكـــر والعرفان	
الاهداء	
فهرس المحتويات	I-VI
قائمة الاشكال	VII
قائمة الجداول	VIII
ملخـــــص	
المقدمـــــــــة	أ-خ
الفصل الأول: الإطار النظري لشركات وصناديق الاستثمار في الأسواق المالية	
تمهيد.	02
المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار.	03
المطلب الأول: تعريف شركات الاستثمار وأهدفها.	03
الفرع الأول: تعريف شركات الاستثمار.	03
الفرع الثاني: أهداف شركات الاستثمار.	05
المطلب الثاني: تصنيفات شركات الاستثمار.	06
1-شركات الشهادة الاسمية.	06
2-ووداع وحدة الاستثمار.	06
3-شركات الاستثمار المدار.	07
المطلب الثالث: طبيعة عمل شركات الاستثمار وشكلها التنظيمي.	12
الفرع الأول: طبيعة عمل شركات الاستثمار	12
الفرع الثاني: الشكل التنظيمي لشركة الاستثمار.	13
المبحث الثاني: مدخل عام لصناديق الاستثمار.	16
المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار.	16
الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار	16
الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية.	18
الفرع الثالث: مفهوم صناديق الاستثمار.	19
المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.	21

الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال.	21
1-صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End funds	21
2-صناديق الاستثمار المغلقة Colsed-End Funds	22
الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها.	23
1- صناديق الأسهم Common Stock Fund	23
2-صناديق السندات Bonds Funds	23
3-صناديق سوق النقد Money Market Funds	24
4-الصناديق المتوازنة Balanced Funds	24
5-الصناديق المتخصصة Specialized Funds	25
6-صناديق المؤشرات Index Funds	25
الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأهداف التي تسعى لتحقيقها	25
الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار النطاق الجغرافي.	27
الفرع الخامس: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار العائد	28
الفرع السادس: حسب معيار السياسات الاستثمارية المتبعة.	29
المطلب الثالث: خصائص صناديق الاستثمار.	30
1-الإدارة المتخصصة.	30
2-صناديق الاستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية.	31
3-الملكية المشتركة لأموال الصندوق.	31
المبحث الثالث: أهداف ومزايا صناديق الاستثمار ودورها الاقتصادي.	33
المطلب الأول: أهداف صناديق الاستثمار	33
الفرع الأول: الأهداف العامة لصناديق الاستثمار.	33
الفرع الثاني: الأهداف الخاصة لصناديق الاستثمار.	36
المطلب الثاني: مزايا وعيوب الاستثمار في الصناديق	36
الفرع الأول: مزايا الاستثمار في الصناديق.	36
الفرع الثاني: عيوب صناديق الاستثمار.	41
المطلب الثالث: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار.	43
1-اختيار الصندوق.	43
2-الاشتراك في الصندوق.	44

3-شهادات الاستثمار.	45
4-تنويع الاستثمار	45
خلاصة الفصل الأول	50
الفصل الثـــانـــي: المحافظ الماليـــة في السوق المالي وصناديق الاستثمار	51
تمهيد.	52
المبحـــث الأول: المحافـــظ الماليـــة.	53
المطلب الأول: ماهية محافظ المالية.	53
الفرع الأول: النشأة التاريخية للمحافظ المالية	53
الفرع الثاني: تعريف المحافظ المالية.	54
الفرع الثالث: التمييز بين المحافظ الاستثمارية ومحافظ المالية.	55
المطلب الثاني: أنواع ووظائف محافظ المالية.	56
الفرع الأول: أنواع محافظ مالية	56
الفرع الثاني: وظائف محافظ المالية.	57
المطلب الثالث: مبادئ وأهداف تكوين المحافظ المالية.	59
الفرع الأول: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية	59
الفرع الثاني: أهداف محافظ المالية	60
المبحث الثاني: نظريات عوائد ومخاطر المحافظ المالية	62
المطلب الأول: نظريات محافظ المالية	62
الفرع الأول: مفهوم نظرية المحفظة	62
الفرع الثانـــي: نظرية ماركويتز.	62
الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول المالية.	64
الفرع الرابع: نظرية المراجحة	67
المطلب الثاني: عوائد المحافظ المالية ومخاطرها	71
الفرع الأول: عائد المحفظة المالية	71
الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية وقياسها	73
المطلب الثالث: المحفظة المثلي	80
الفرع الأول: منحنى السواء	80
الفرع الثاني: الخط الفعال أو حدود الكفاءة.	80

مفهوم المحفظة المثلى	81
كيفية بناء المحفظة أوراق المالية مثلى.	82
المبحث الثالث: محافظ صناديق الاستثمار وسياستها الاستثمارية واستراتيجية إدارتها	85
المطلب الأول: محافظ مالية في صناديق الاستثمار واسس ادارتها.	85
الفرع الأول: خصائص محافظ صناديق الاستثمار	85
1-مفهوم التنوع.	85
2-مفهوم الارتباط.	86
الفرع الثاني: أسس إدارة محافظ صناديق الاستثمار.	87
الفرع الثالث: تشكيل محافظ المالية لصناديق الاستثمار.	88
المطلب الثاني: السياسات الاستثمارية لمحافظ صناديق الاستثمار.	90
الفرع الأول: أهمية بناء سياسة استثمارية.	90
الفرع الثاني: السياسات الاستثمارية لمحافظ صناديق الاستثمار.	92
الفرع الثالث: استراتيجيات إدارة محافظ صناديق الاستثمار.	93
المطلب الثالث: طرق تقييم محافظ صناديق الاستثمار.	96
الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة المالية	96
1-أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية	96
2-تصنيف أداء مدير المحفظة	97
الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار	99
1-النموذج البسيط	99
2- الأساليب الكمية (الأسلوب المزدوج)	100
خلاصة الفصل	105
الفصل الثالث: صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في كل من بورصة مصر والجزائر (دراسة تطبيقية)	106
تمهيد:	107
المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية	108
المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر	108
الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في مصر.	108
المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهيئات العاملة فيه	111

الفرع الاول: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر.	111
الفرع الثاني: شروط القيام بالاكتتاب في البورصة المصرية.	113
الفرع الثالث: شروط مطلوبة لقيد ورقة مالية في بورصة المصرية.	114
الفرع الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر.	115
1-مؤشر هيئة سوق المال CMAI	115
2-مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية: CASE30	115
3-مؤشر مجموعة هيرمس المالية:HFI	116
4-مؤشر المجموعة المالية المصرية: EFGI	116
المطلب الثالث: تقيم أداء البورصة المصرية من 2010الي 2017.	120
الفرع الأول: تقيم أداء البورصة المصرية من حيث الادارج والتداول.	120
الفرع الثاني: تقييم أداء البورصة المصرية باستعمال مؤشر EGX 30	126
المبحث الثاني: صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في البورصة المصرية.	132
المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار المصرية أنواعها وأهم وظائفها.	133
الفرع الاول: نشأة صناديق الاستثمار في مصر.	133
الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار حسب التشريع المصري.	133
الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار في مصر.	134
الفرع الرابع: الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار في مصر.	139
المطلب الثاني: الصفات المميزة والضوابط العامة لصناديق الاستثمار	140
الفرع الأول: الصفات المميزة لصناديق الاستثمار	140
الفرع الثاني: الضوابط العامة لصناديق الاستثمار.	141
المطلب الثالث: أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في مصر.	144
الفرع الاول: أسلوب تقييم أداء الصناديق وفقا لنموذج العائد ومخاطرة على الأموال المستثمرة.	144
1-حجم الصندوق.	144
2-عمر الصندوق.	147
الفرع الثاني: المحافظ المالية في صناديق الاستثمار في مصرية واختيار المحفظة المثلي.	149
المبحث الثالث: البورصة الجزائرية وملامح صناديق الاستثمار فيها.	156
المطلب الأول: بورصة الجزائر.	156

الفرع الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر.	156
الفرع الثاني: الهيئات العاملة ببورصة الجزائر	159
1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.	159
2-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: SGBV	161
3-الوسطاء في عمليات البورصة IOB	163
4-ماسكو الحسابات TCC	166
الفرع الثالث: شروط دخول المؤسسات الاقتصادية للبورصة	166
المطلب الثاني: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر.	168
الفرع الأول: أوامر بورصة الجزائر.	168
الفرع الثاني: طرق التسعيرة المنصوص عليها في بورصة الجزائر	169
المطلب الثالث: مؤشرات أداء بورصة الجزائر وصناديق الاستثمار.	171
الفرع الأول: مؤشرات أداء بورصة الجزائر من 2010الي 2017.	171
1-مؤشر عدد الشركات المدرجة.	172
2-مؤشر حجم التداول وقيمة التداول والقيمة السوقية	172
الفرع الثاني: صناديق الاستثمار في البورصة الجزائرية.	176
1-هيئات التوظيف الجماعي في الجزائر	176
2-الصناديق المشتركة للتوظيف: FCP	177
الفرع الثالث: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر.	178
1-شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"	178
2-صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل: **FSIE**	179
3-شركات رأس المال الاستثماري	180
خلاصة الفصل	182
الخاتمـــــة العامـــــة	185
قائمة المراجـــــــع	191
الملاحـــــــــــق	201

قائمـــــة الأشكـــــال

الرقم	تعيين الشكل	الصفحة
01	خط سوق رأس المال	65
02	خط سوق الأوراق المالية	66
03	العائد و التوزيع الإحتمالي	71
04	منحنى السواء للمستثمر	80
05	الخط الفعال	81
06	المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر	83
07	المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته	84
08	المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر	84
09	تصنيف أداء مدير	98
10	الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال في مصر	119
11	تطورات أداء كل صناديق الاستثمار المصرية في سوق المالي من (1994-2017)	146
12	آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر	168

قائمـــــة الجـــداول

الرقم	تعيين الجدول	الصفحة
01	تطور سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة من(2010-2017)	120
02	أداء الشركات المقيدة في السوق الرئيسي المصري من 2010الي نهاية 2017	121
03	عدد أيام التداول ومعدلات دوران الأسهم ومتوسط قيمة التداول اليومي في البورصة المصرية خلال سنوات دراسة (2010-2017)	121
04	أداء مؤشر EGX 30 (بالجنيه .م) في البورصة المصرية خلال سنوات دراسة (2010-2017)	126
05	أكبر (10) عشر صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول في تاريخ أخر ميزانية لعام 2017	145
06	مؤشر العوائد البسيطة لأقدم 3صناديق في السوق المصرية خلال الفترة. (2010-2017)	147
07	عدد صناديق الجديدة حسب السنوات من 1994-2016	148
08	عوائد صناديق الاستثمار بالنسبة لمحافظ الاسهم من بداية 2013الي غاية 2018/05/05	149
09	اجمالي أداء خمس صناديق مكونة لخمس محافظ مع معامل شارب ترينور ومعمل بيتا لكل محفظة منذو التأسيس الى غاية 2018/05/05	152
10	نتائج قيمة متوسط العائد والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمحافظ المالية في خمس صناديق حسب كل نموذج شهريا	154
11	تركيبة الوسطاء الماليين	165
12	مؤشرات الأداء والفعالية لكل سوق	171
13	تطور نتائج شركة الاستثمار ذات الرأسمال المحدود سليم	178

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على دور صناديق الاستثمار في تكوين وادارة المحافظ المالية على مستوى السوق المالي المصري والجزائري، ومحاولة التفضيل بين المحافظ المالية على أسس عنصري العائد والمخاطرة وفق مؤشرات خاصة من بداية 2010 الى نهاية 2017.

وعلى هذا الأساس تم دراسة أداء الصناديق المصرية وتقييمها وفقا لأسس ومؤشرات علمية وعالمية متعارف عليها في دراسة صناديق الاستثمار، وذلك لخدمة الهدف العام للبحث 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.

ومحاولة منا قمنا بإسقاط هذه التجربة على البورصة الجزائرية ومحاولة تقييم تجربة صناديق الاستثمار فيها.

كما تقوم فكرة بناء محفظة مالية مثلي على ترجيح عوائد صناديق الاستثمار بالمخاطرة المنطوية على تحقيق تلك العوائد، وذلك وفق استراتيجيات استثمارية ذات مخاطرة عالية للحصول على عائد أعلى، وحتى تكون المقارنة واقعية فلابد 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، وذلك من خلال تقدير قيمة مؤشرات التقييم المختلفة وبالتالي تم اختيار المؤشرات الأكثر تداولا في السوق المصرية والعالمية، وهو مؤشر ترينور وشارب.

الكلمات المفتاحية:

شركات الاستثمار، صناديق الاستثمار، محفظة مالية، العوائد، المخاطر، بورصة.

Abstract:

This research aims to identify the role of investment funds in the formation and management of financial portfolios at the level of the Egyptian and Algerian financial markets and try to distinguish between the financial portfolios on the basis of return and risk elements according to special indicators from the beginning of 2010 until the end of 2017.

On this basis, the performance of the Egyptian funds was examined and evaluated according to scientific and international foundations and indicators that are common in the study of investment funds. This is in order to serve the general objective of the research. This is to define and evaluate the performance of the Egyptian investment funds. Attract savings of individuals and local and foreign institutions.

And an attempt by us to drop this experience on the Algerian stock market and try to evaluate the experience of investment funds.

The idea of building a similar financial portfolio is based on the risk of return on risk-based investment funds in accordance with high-risk investment strategies for higher returns. To be realistic, the level of risk in each fund's investments must be taken into consideration until the judgment is made. The performance of each type of fund market by estimating the value of the various valuation indicators and thus selecting the most traded indicators in the Egyptian and global market, namely the Treyner and Sharp indices.

keywords:

Investment Companies, Investment Funds, Financial Portfolio, Returns, Risk, Stock Exchange.

مقدمة

مقدمة:

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 تنميةالاقتصاد 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 لا شك فيه أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، وذلك من خلال وجود مؤسسات وشركات مختصة لاستثمار الأموال، ويرافق قوة السوق قوة تلك الشركات في ابتكار أدوات مالية جديدة تواكب وتطور السوق المالي، مهما كان حجمها فهي مهمة جداً في بنية اقتصاد الدولة، حيث تُعد وسيلة لخلق فرص عمل، وتساهم في رفع رفاهية المجتمع من خلال الأموال التي تديرها.

ولعل من أهم هذه الأدوات المالية الجديدة صناديق الاستثمار التي تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في تكوين محافظ مالية، وأصبحت هذه الصناديق تستهدف صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة الكافية للتعامل بمفردهم في بورصة الأوراق المالية، ولا يعتبر صغر حجم المدخرات هو السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية، فهناك مستثمرين تتوافر لديهم موارد مالية كبيرة إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توافر الخبرة والمعرفة أو لعدم توفر الوقت الكافي.

وترجع نشأة صناديق الاستثمار في العالم العربي إلى السعودية ففي ديسمبر 1979 أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثمار باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، أما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، حيث جاءت الكويت كثاني دولة عربية إذ بدأت تجربتها عام 1985 وتبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي: مصر، البحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، ثم لبنان 1996 ثم الأردن عام 1997م.

تعد المحافظ المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حظيت باهتمام كل من الاقتصاديين والمستثمرين، وذلك لما تحققه من عوائد المتأتية من الإدارة الكفؤة لها وتلعب دورا فعالا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من نظرية التنويع كمدخل لتخصيص الاستثمارات الذي تقوم على أساسه المحفظة، من أجل تخفيض درجة المخاطر الكلية والمخاطر غير المنتظمة بما يحقق هدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية.

من خلال ما سبق يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

كيف يمكن لصناديق الاستثمار تكوين محافظ مالية قادرة على جذب مدخرات كبار وصغار المستثمرين؟

أولا: الأسئلة الفرعية.

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة معالم الإشكالية في صورة الأسئلة الفرعية التالية:

– هل يمكن اعتبار صندوق الاستثمار شركة مالية ؟

–هل يمكن أن يؤثر أو يتأثر أداء صندوق الاستثمار على أداء المحافظ المالية؟

–كيف يتم تقيم صناديق الاستثمار في مصر والجزائر؟

ثانيا: فرضيات الدراسة.

–صناديق الاستثمار هي عبارة عن مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة تتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تقوم استثمارها من خلال شراء أوراق مالية مختلفة، حيث تقوم بتجميع الفوائض المالية وإعادة توظيفها في البورصات.

–تعتبر محفظة الأوراق المالية تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات تكون جزء من مجموعة من المحافظ المكونة في الصندوق، يعني أي تأثير يكون متبادل.

–يمكن اعتبار بورصة مصر من أكبر أسواق الأوراق المالية العربية تعاملا فيما يخص صناديق الاستثمار حيث تحوز مصر أكثر من 100 صندوق، بينما تبقى الجزائر متأخرة جدا في التعامل بصناديق الاستثمار وهذا التأخر ناتج عن ضعف الأداء في القطاع المالي والنقدي.

ثالثا: أهمية الدراسة.

تنبع أهمية الدراسة انطلاقا من مجموعة من العناصر المتعلقة بالجانبين النظري والتطبيقي وتتمثل أهمها فيما يلي:

–ظهور العديد من شركات الاستثمار العاملة في هذا المجال والاهتمام بالاستثمار في صناديق الاستثمار.

-صناديق الاستثمار كأداة فعالة في جلب المدخرات المكتنزة.

-انتشار ثقافة الاستثمار لدى الافراد بشكل كبير في الفترة الأخيرة.

-توفير التمويل للاقتصاد الحقيقي.

-الدور المهم الذي تلعبه صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك حيث تعتبر مصدر حقيقي للسيولة.

رابعا: أهداف الدراسة.

تهدف هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف التساؤلات السالفة الذكر، كما تهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها ما يلي:

- اعطاء لمحة عن شركات الاستثمار ودورها في تعبئة مدخرات الافراد وإعادة توظيفها في السوق المالي.

- بيان أهمية صناديق الاستثمار بمختلف أنواعها وأهم أساليبها الاستثمارية ومميزاتها ومنافعها للمستثمرين.

-إبراز الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط الأسواق المالية.

-دراسة التجربة المصرية لصناديق الاستثمار وذلك للاستفادة منها مع إمكانية تطبيقها في الجزائر.

خامسا: حـــدود الدراسة.

تشمل الدراسة الحدود التالية:

-**الحدود الموضوعية:** تناولت هذه الدراسة الإطار النظري لصناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية وكذا أداء البورصة وصناديق الاستثمار المصرية والجزائرية.

- **الحدود المكانية:** تعلقت الدراسة التطبيقية ببورصة مصر وبورصة الجزائر وصناديق الاستثمار فيها.

-**الحدود الزمنية:** أخذنا الفترة الزمنية من 2010 إلى 2017 كمرجع للدراسة.

سادسا: منهجية البحث.

سيتم اعتماد المنهج الوصفي لتغطية الإطار النظري من خلال مراجعة الكتب والرسائل الجامعية والملتقيات العلمية التي تناولت موضوع الدراسة، أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمادنا على المنهج التحليلي من خلال دراسة حالة كل من بورصة مصر وبورصة الجزائر وذلك من خلال جمع البيانات والتقارير المالية المتوفرة عنهما.

سابعا: أسباب اختيار موضوع الدراسة.

هناك جملة من الأسباب التي أدت إلى اختيار الموضوع منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي.

1-الأسباب الذاتية:

-تماشي الموضوع مع طبيعة التخصص.

-الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع.

-فتح مجالات لدراسات أخرى في هذا الموضوع.

2-الأسباب الموضوعية:

-محاولة إظهار أهمية صناديق الاستثمار.

-موضوع الساعة من خلال التطور السريع التي تعرفه سوق الأوراق المالية.

- نقص الدراسات التي تناولت تحليل دور صناديق الاستثمار.

ثامنا: الدراسات السابقة.

حسب اطلاعنا وفي حدود ما توفر لدينا من معلومات ومراجع حول موضوع البحث، هناك العديد من الدراسات والبحوث العلمية التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن أو خارجه، والتي تناولت الموضوع أو جانب منه، والمتعلقة بصناديق الاستثمار وكذا دارسات اخري تعني بتكوين المحافظ المالية في البورصات، وكذا دراسة حالة صناديق الاستثمار وفق الشريعة الاسلامية نذكر منها ما يلي:

1-دراسة شريط صلاح الدين 2012.

بعنوان" **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2011-2012.

حيث تعد الدراسة مهمة في إبراز دور صناديق الاستثمار في التمويل سوق المالي حيث قام الباحث بتقسيم البحث إلى أربعة فصول، تطرق في الفصل الأول إلى أساسيات الادخار والاستثمار بدوره قسمه إلى ماهية الادخار ومعانيه بالإضافة إلى انواع الادخار في النظريات الاقتصادية والاقتصاد الاسلامي، كما تطرق إلى ماهية تاريخ الفكر الاقتصادي للاستثمار والنظريات المفسرة له، أما فيما يخص الفصل الثاني كان بعنوان الملامح الرئيسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية قسمه بدور إلى تاريخ ونشأة الأسواق المالية والبورصات وآليات التعامل في الأسواق المالية بالإضافة إلى أنواعها والتقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية.

أما فيما يخص الفصل الثالث فتمحور حول الجوانب النظرية والفنية في صناديق الاستثمار، حيث أبرز فيه الباحث نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي بالإضافة إلى ماهية صناديق الاستثمار والدور المتوقع لصناديق الاستثمار وأنواعها وعمليات الإدارة أما الفصل الرابع فتطرق فيه إلى التجربة المصرية في صناديق الاستثمار حيث تطرق فيه إلى نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر وتنظيمها، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار فيها، أما المبحث الأخير فخصصه إلى تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات البسيطة والمركبة.

-أما فيما يخص النتائج التي توصل إليها نبرزها في ما يلي:

يمكن لصناديق الاستثمار أن تمارس دورا رئيسيا 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.

أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه معا لتقليل من المخاطرة.

تعتبر تجربة مصر ناجحة في تنفيذ برنامج الخوصصة وتطوير سوق المال عن طريق صناديق الاستثمار التي تعتبر تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وانجازاتها.

2- **محمد جاد حس علي، " تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"**، مقالة منشورة في المجلة المصرية للدراسات التجارية، مج،37ع، 2مصر، 2013، حيث تناول البحث في هذه الورقة صناديق الاستثمار وأنواعها، كما تطرق أيضا إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار باستخدام ثلاثة مقاييس للتقييم "شارب، ترينو او جنسن" بالإضافة إلى اختبار بعض المتغيرات وتأثيرها على أداء الصناديق، وذلك ببناء نموذج رياضي متعدد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة باستخدام برنامج spss.

وتوصل إلى النتائج التالية:

نوع الصناديق (أسهم) يكون أداؤه أكبر لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية عن الصناديق في البنوك العامة التجارية.

أهمية شركات الإدارة في تفسير الأداء لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية عن صناديق البنوك العامة التجارية، حيث إن شركة الإدارة (هيرميس) يأتي ثاني أهم متغير يساهم في تفسير الأداء في نموذج الانحدار المتدرج لمقياس شارب ومقياس جنسن بعد نوع الصندوق.

تاسعا: صعوبات الدراسة: وقد تمثلت صعوبات الدراسة فيما يلي.

-عدم وجود الدراسات السابقة للموضوع المختار باستثناء دراسة الأستاذ شريط صلاح الدين.

-نقص المراجع في الموضوع على مستوى جامعات الجزائر .

-عدم وجود المعلومات الكافية أثناء دراسة الحالة وخاصة بالنسبة لبورصة الجزائر والتي تنقلنا إلى مقرها بالجزائر العاصمة ولكن دون جدوى.

عاشرا: هيكلة الدراسة.

بناءا على طبيعة المشكلة محل الدراسة، ووفقا للهدف منها، واستنادا على فرضياتها، فإن الدراسة المقترحة تكون وفقا لخطة منطقية يتم تقسيمها إلى ثلاثة فصول:

- بالنسبة **للفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **الإطار النظري لشركات وصناديق الاستثمار،** تم تقسيمه الي ثلاث مباحث، حيث يتطرق المبحث الأول إلى التعريف بشركات الاستثمار أهدافها وكذا

تصنيفاتها وطبيعة عملها، وفي المبحث الثاني سنتناول نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار أهدافها وانواعها وكذا سياسات الاستثمار فيها، أما المبحث الثالث فسيكون حول أهداف ومزايا صناديق الاستثمار ودورها الاقتصادي.

-**الفصل الثاني:** الإطار النظري مع مبحث تطبيقي لمحفظة الأوراق المالية من خلال: المفاهيم، الأنواع، الأهداف، كيفية حساب عوائد المحافظ، اختيار المحفظة المثلي، وكذا اختيار محافظ صناديق الاستثمار.

الفصل الثالث: خصص للدراسة التطبيقية في بورصتي مصر والجزائر ومنه كيفية بناء المحافظ المالية في صناديق الاستثمار في مصر والجزائر.

وفي الاخير توصلنا إلى خاتمة تضمنت مجموعة من النتائج والتوصيات.

الفصل الأول: الإطار النظري لشركات وصناديق الاستثمار في الأسواق المالية

تمهيد:

يحتاج الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى تخصص دقيق ودراية كافية بأحوال السوق من أجل تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية تحقق العائد المقبول للمستثمر، كما يتضمن هذا الاستثمار اغتنام الفرص المتميزة لتحقيق العوائد الأمر الذي يتطلب توفر موارد مالية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار وتغطية أية خسائر محتملة في بعض القطاعات بالمكاسب المحققة في بعضها الآخر

تعتبر صناديق الاستثمار أداة من أدوات الاستثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال من المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية سوق الأوراق المالية، وخاصة الفئات التي تمتلك مدخرات صغيرة، بالإضافة إلى الفئات التي ليس لديها الخبرة والدراية في التعاملات المالية في السوق إلى إدارة محترفة تقوم بالنيابة عنه بالاستثمار، مما تسمح لهذه الفئات من تحقيق عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيف مستوي المخاطر، حيث تتعدد صناديق الاستثمار بتعدد الأهداف ورغبات المستثمرين، كما أن مكونات أصول الصناديق تختلف من صنف إلى أخر وهذا حسب السياسات المتبعة والأهداف المعلنة من طرف الصندوق حيث نجد أن هناك صناديق استثمار تقليدية وإسلامية، كما يمكن للبنوك تشكيل محافظ استثمارية من أجل توظيف فائض السيولة لدى البنوك فيها مما يخلص البنوك مما تعانيه من السيولة الزائدة، و تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها، وكذلك زيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك.

وهذا ما سوف نعرضه من خلال التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار.

المبحث الثاني: مدخل عام لصناديق الاستثمار.

المبحث الثالث: أهداف ومزايا صناديق الاستثمار ودورها الاقتصادي.

المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار

تلعب الأسواق المالية اليوم دورا مهما وبارزا في عملية توجيه النشاط الاقتصادي والنهوض به نحو مستوى أفضل حيث أن المهمة الأساسية لأسواق المال هي توفير الموارد المالية اللازمة وتوجيهها نحو احتياجات النشاط الاستثماري، ولعل أهم ما يميز أسواق المال اليوم هو الدور الذي تلعبه شركات الاستثمار التي تتمثل مهمتها الأساسية في تجميع الأموال من كافة الفئات كبار المدخرين وصغارهم وتكوين ما يعرف بصناديق الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة، وسوف يتم التناول في هذا المبحث تعريف شركات الاستثمار و أنواعها و التعرض إلى شكلها التنظيمي و طبيعة عملها.

المطلب الأول: تعريف شركات الاستثمار وأهدفها.

تعتبر شركات الاستثمار من بين المؤسسات المالية التي تعمل على تجميع المدخرات واستثمارها في تكوين المحافظ المالية في السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال، وهي من بين المؤسسين لصناديق الاستثمار ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق الى تعريفها، أهدافها.

الفرع الأول: تعريف شركات الاستثمار.

التعريف الأول: شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزانة.[1]

وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة فحقه يتمثل فقط في حصته في التشكيلة ككل يحصل في مقابلها على شهادات دالة على ذلك.[2]

[1] حنفي عبد الغفار، رسمية زكي قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2011، ص 143.

[2] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، 1999، ص12.

التعريف الثاني: تعرف شركات الاستثمار على انها مؤسسات مالية تحصل على أموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، حيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار.[1]

التعريف الثالث: تعرف شركات الاستثمار على أنها الوسطاء الماليون الذين يجمعون الأموال من المدخرين ويقومون بإعادة استثمارها في عدد كبير من الأوراق المالية أو في الأصول المالية الأخرى الأساسية وراء هذه الشركات هي تجميع الأموال بحيث يتسنى لصغار المستثمرين الاستفادة من عائد الاستثمارات الكبيرة.[2]

وشركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل التي هي نوع من المؤسسات المالية تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض، ولما كان الاستثمار في الأوراق المالية يفوق في ربحه كثيرا من مجالات الاستثمار الأخرى تكونت شركات استثمارية برؤوس أموال ضخمة أكبر حجما وأكثر تنوعا وقد سبق وأن تعرضت هذه الشركات مثلها في ذلك مثل بقية المؤسسات والتنظيمات المالية لأزمة 1929 وانهارت شركات كثيرة منها إلا أنها استعادت ثقة الجمهور فيها وتوسعت في نشاطها بعد ذلك، وشركات الاستثمار على نوعين: [3]

- شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت (المغلقة).
- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (المفتوحة).

وكلاهما وإن كان يهدف إلى تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية عن طريق توظيف أموال الشركة والمدخرين بالتعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء حسب حالة السوق لتحقيق أكبر قدر من الأرباح مع خضوع المستثمرين لمبدأ توزيع المخاطر إلا أن هناك اختلافا بينهما من حيث قابلية رأس المال للتغيير ومدى التزام الشركة باسترداد أسهم الشركاء.[4]

[1] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص12.

[2] سامية زيطاري، ديناميكية اسواق الاوراق المالية في البلدان الناشئة حالة اسواق الاوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص15.

[3] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص12.

[4] Horbert , Fdouyall, Jack E, Gaumnitz Capital Markets an Institutions. third Edition - New jersey- 1975 ,P117.

وفي الأخير يمكن إعطاء تعريف عام أو الراجح لشركات الاستثمار وهي:

شركات تتلقي الأموال من مختلف المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم يتم تجميع هذه الاموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة حيث يمكن لكبار وصغار المستثمرين المشاركة في صناديق شركات الاستثمار.

الفرع الثاني: أهداف شركات الاستثمار.

تتشابه شركات الاستثمار في العديد من الخصائص وعلى الرغم من ذلك فقد تختلف جوهريا في اهدافها ومكوناتها التنظيمية ويمكن عرضها فيما يلي:[1]

– معظم شركات الاستثمار يحكمها هدف مبدئي هو نمو رأس المال مقاسا من خلال حجم الأصول أما الأهداف الأخرى تتمثل في:

–تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي أو الاستثمار الكثيف في سوق النقد.

–الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات اخرى الى شراء وبيع الاسهم للمستثمرين الحاليين بناءا على طلباتهم.

وتوجد شركات استثمار اخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقتصر نشاطها على ذلك فقط، حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم.[2]

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق رأس المال، شركات التامين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، ص 386.

[2] سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، ص32.

المطلب الثاني: تصنيفات شركات الاستثمار.

تميز لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للاستثمار وبين شركات الاستثمار:

ويقصد **بالنوع الأول:** الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر في أموالها من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبيا من الأسهم العادية للمنشأة المعنية. [1]

أما **النوع الثاني:** فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في التشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية بهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر عديدة وهذا النوع هو مجال الاهتمام في هذا البحث، ويصنف قانون شركات الاستثمار الأمريكي تلك الشركات في ثلاث مجموعات هي: [2]

- شركات الشهادة الاسمية.
- وودائع وحدة الاستثمار.
- شركات الاستثمار المدار.

1-شركات الشهادة الاسمية.

وبالنسبة لشركات شهادات القيمة الاسمية ففيها يشتري المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين والعلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين وهذا النوع نادر.[3]

2-ودائع وحدة الاستثمار.

ودائع وحدة الاستثمار هي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغير إلا نادرا وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة على عكس ذلك في المملكة المتحدة وتتكون ودائع وحدة الاستثمار بواسطة كفيل غالبا ما يكون بيت سمسرة.[4] يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية ثم يقوم بإيداعها لدى أمين عادة ما يكون أحد البنوك التجارية، والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد

---

[1] بوشلاغم نورالدين، دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، أطروحة ماجستير، تخصص اقتصاد المالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية جامعة وهران، 2011، ص24.

[2] نفس المرجع، ص 24.

[3] منير ابراهيم هندي، ادوات الاستثمار في اسواق راس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر،1999، ص 95.

[4] نفس المرجع، ص95-96.

تباع للجمهور وتعطي الشهادة حاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد هذه الأصول، بالإضافة إلى حقه في استرداد قيمة الحق أو السند وذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة لتشكيلة ويتم سداد الفوائد وأصل الاستثمار بواسطة الأمين.[1]

أما فيما يخص الكفيل فإن دوره ينتهي بمجرد بناء التشكيلة ويتلخص دور الأمين في إصدار الشهادات وتحصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيدا لدفع قيمتها لحملة الشهادات وكذلك تدفع لهم القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة. وببلوغ تاريخ استحقاق كافة السندات المكونة للتشكيلة ينقضي الاتحاد الذي عادة لا يتجاوز عمره في المتوسط ستة أشهر وذلك في حالة التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما في حالة السندات طويلة الأجل فيصل عمر الاتحاد إلى 20 عاما، فلا يباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الاسمية المدونة الكل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق ويمثل الفرق بين قيمة المحصلة من بيعه وبين قيمة شراء الفائدة التي يحققها المستثمر، ولا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال ويمكن له بيع الإيصال قبل تاريخ الاستحقاق لمستثمر آخر، وهناك ميزتين أساسيتين لودائع وحدة الاستثمار:

أ-ان المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف الإدارة إذ لا يوجد أصلا عبئ إداري يذكر.

ب-أنها تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم للاستثمار المباشر في السندات، بالإضافة إلى وجود سوق ثانوي يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت دون انتظار تاريخ الاستحقاق.[2]

3-شركات الاستثمار المدار.

يطلق على شركات الاستثمار المدار شركات الإدارة أو الشركات المدارة ويقصد بها: «الشركات التي تلعب فيها إدارة الشركة دورا بارزا في إدارة تشكيلة الأوراق المالية».[3]

وذلك تميزا لها عن ودائع وحدة الاستثمار التي لا يلعب فيها الكفيل أو الأمين دورا في هذا الشأن، وعلى الرغم من ارتفاع تكاليف بناء هذه التشكيلات وإدارتها إلا أن معظم المستثمرين يعتقدون بان مزايا الإدارة

[1] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص13-14.

[2] نفس المرجع، ص15.

[3] بوشلاغم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص27.

المستثمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة، هذا وتنقسم شركات الاستثمار المدارة إلى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة وشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.[1]

أ-شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار ويطلق عليها اسم صناديق ذات نهاية مغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهمها، تباع للجمهور حيث يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات، ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات على أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير يستثنى من ذلك حالتين نادرتي الحدوث:[2]

الحالة الأولى: هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق على نحو سيتم عرضه فيما بعد

الحالة الثانية: هي إصدار الشركة لأسهم جديدة وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وودائع وحدة الاستثمار التي سبق ذكرها فان شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة لا تبدي استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها وإنما يمكنه تصريفها وذلك بإصدار أمر للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر إما في السوق المنظمة أي البورصة أو في السوق الغير منظمة وذلك من خلال التجار و بيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعا و شراء و لا يمنع أن تقوم الشركة بشراء أسهمها في السوق وإن كان ذلك أمرا نادرا ، مرهونا بهبوط القيمة السوقية للسهم عن القيمة الصافية للأصل والتي يتم حسابها كما يلي :[3]

قيمة الأصل الصافية = ص –خ/ن

ص: تمثل القيمة السوقية للأصول أي الأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها.

خ: تمثل القيمة الدفترية للخصوم (قروض، سندات ... الخ)

ن: تمثل عدد الأسهم العادية.

[1] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص17.

[2] رسمية زكي قرياقص، أسوق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 224.

[3] منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص 18.

هذا ويطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام التي تنشر قيمتها السوقية يوميا في صحف المال، أما قيمة الأصل الصافية فتنشر في جريدة وول ستريت. حيث يجد فيها المستثمر القيمة السوقية والصافية، أما الفرق فيضم إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم، [1]كما يمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة يكون لحملتها الأولية على حمل الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم، 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 ثم توزيعها بالكامل على حملة الأسهم ومع هذا فان معظم الشركات تسمح وتشجع على إعادة استثمار تلك الفوائد في مقابل الحصول على أسهم إضافية يتحدد عددها بناءا على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس على قيمته السوقية

ب-شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

يختص هذا النوع من الشركات أي شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بإدارة عدد من صناديق الاستثمار يطلق عليها اسم الصناديق المشتركة.

وسميت بذات النهاية المفتوحة لأن الأموال المستثمرة في الصندوق غير محددة ولأنه يجوز لهذه الشركات إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات، وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة لا تتداول أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد. [2]

تصدر هذه الشركات عدد من الأسهم غير محدود أي لا يوجد سقف واحد أعلى، سواء المبلغ الأموال أو لعدد الأسهم وإنما يكون الحد الأعلى هذا مفتوحا أي غير محدد، ومن ثم فإنها تتسم بحرية الدخول إليها والخروج منها ومادام انه لا يتم تداول أسهمها بين الأفراد فإن أسهمها لا يتم تداولها في السوق المنظمة أو غير المنظمة ولا تسجل فيها ولا يوجد لأسهمها قيمة سوقية بسبب عدم تداولها بالسوق وأن الاسم الذي تشترى به الشركة أسهمها يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم وهو سعر البيع إذا لم توجد هناك أتعاب أو مصروفات شراء وبيع تستوفيها الشركة من المستثمرين. [3]

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة حالة الجزائر (2000 -2004)، اطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، 2005، ص 162.

[2] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، ادارة البورصات العالمية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الاردن، ص 171.

[3] فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، علم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص141-142.

وفي حالة وجود هذه الأتعاب والمصروفات فإنها تضاف إلى قيمة الأصل الصافية ويكون للسهم في هذه الحالة قيمة سوقية وقيمة أصل صافية وأسعار للبيع والشراء، ولكن تقييم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم عن طريق منافذ توزيع رجال بيع بيوت سمسرة مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر قد تصل إلى 8 % وترتفع الرسوم كلما انخفضت رسوم الشراء ومهمة الموزع لهذه الأسهم لا تقتصر على بيع وتصديق الأسهم وتسويقها وإنما تساعد المستثمر في التخطيط المالي لاستثمار موارده المالية في اختيار الصندوق الذي يناسبه ويتماشى مع رغبته وظروفه وهدفه من الاستثمار.

أما النوع الثاني فهي شركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان والبريد ثم لا يتحمل المستثمر رسوما للشراء وبالتالي لا يتم خصم أي شيء من المبلغ المراد استثماره غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم استرداد أو تصفية إذا ما رغب المستثمر في التخلص مما يملكه من أسهم وتتراوح تلك الرسوم ما بين 1% إلى 8 % من قيمة الأصل الصافية وذلك اعتمادا على مدة الاحتفاظ بالأسهم. فالمستثمر الذي يرغب في التخلص من السهم بعد شرائه بثلاثة أشهر قد يتكبد رسوم استرداد بمعدل 6 % أما الذي يعرض أسهم للبيع بعد احتفاظه به لمدة 5 سنوات فقد لا يتكبد رسوما على الإطلاق. [1]

هذا وقد أخذت بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة موقفا وسطا فهي تقوم بالتسويق المباشر لأسهمها من خلال رجال بيع تابعين لها في مقابل تحمل المستثمر المصروفات لا تتجاوز نسبتها 2 % من قيمة الأصل الصافية وقد تعتمد بعض الشركات التي تدير صناديقا للاستثمار إلى عدم تحميل المستثمر أي تكاليف وذلك سعيا لجذب المستثمرين والمحافظة عليهم.[2]

ج-شركات الاستثمار الضامنة.

وهي شركات تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة في أنها تقوم بإصدار عدد محدد من الأسهم ولكن في نفس الوقت تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في أن أسهمها تباع وتشتري، أي يتم دفع قيمتها لأصحابها من قبل الشركة المصدرة لها فقط، وتقوم باستثمار أموالها عادة في سندات وتختلف عن شركات الاستثمار الأخرى التي تتخصص في الاستثمار في السندات بما يلي:[3]

[1] فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص142-143.

[2] Charles ,L- personal Finance - University Cincinnati -1975- p445.

[3] بوشلاغم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص32.

لا يوجد تداول نشيط للسندات المكونة لمحفظتها حيث تقوم بشراء السندات عن طريق سماسرة الأوراق المالية أو مكتبتي السندات وتحتفظ بهذه السندات حتى تاريخ استحقاقها ودفع قيمتها من قبل الشركات المصدرة لها والوقت الوحيد الذي تقوم فيه هذه الشركة ببيع سندات من محفظتها هو عندما يتأثر مركز الائتماني للشركة المصدرة لتلك السندات مما يعني أن تكاليف تشغيل وإدارة هذا النوع من الشركات أقل من تكاليف إدارة وتشغيل الأنواع الأخرى من شركات الاستثمار لها تاريخ استحقاق معين بينما لا يوجد تاريخ التصفية شركات الاستثمار الأخرى ما عدا شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة وذات التاريخ المحدد للاستحقاق.

يكون المستثمر في هذا النوع من شركات الاستثمار على علم بأن المحفظة الاستثمارية للشركة تتكون من مجموعة معينة من السندات وانه لن يحدث تغيير على هذه المحفظة.

تتقاضى هذه الشركات عمولة تتراوح ما بين 3,5 % إلى 5,5 %. بما أن المستثمرين في هذه الصناديق لهم أهداف مختلفة فليس من السهل أن تتكون محفظة معينة تلبي جميع احتياجات ورغبات هؤلاء المستثمرين وعليه فقد تم إدخال أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.[1]

[1] بوشلاغم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص32-33.

المطلب الثالث: طبيعة عمل شركات الاستثمار وشكلها التنظيمي.

على الرغم من وجود بعض الخصائص المشتركة بين شركات الاستثمار المختلفة إلا أنها تختلف فيما بينها في الأهداف والتنظيم الإداري لكل منها وسياستها الاستثمارية، غير أن الهدف الأساسي لأغلبية هذه الشركات هو النمو بينما يهدف البعض منها إلى زيادة أرباحها.[1]

الفرع الأول: طبيعة عمل شركات الاستثمار في الأسواق المالية.

وما زال هناك بعض الصناديق التي أنشأت للاستثمار في أدوات السوق النقدي وأنشأ العديد منها للاستثمار في سندات البلديات المعفاة من الضرائب.

بينما تقف بعض شركات الاستثمار متأهبة لبيع وشراء أسهمها للمستثمرين المتوقعين وبعضها لديها عدد محدود من الأسهم وتبيع وتشتري هذه الأسهم للمستثمرين فيها فقط. كما أن لبعض هذه الشركات نوعين من الأسهم:

نوع يحصل على الإيرادات الرأسمالية ونوع يحصل على الدخل كله على شكل توزيع كامل للأرباح.

كما أن هناك أسهم لبعض شركات الاستثمار التي تتداول في السوق المالي الثانوي وبأسعار تقل عن قيمة الأصول التي تمتلكها هذه الأسهم.

وهناك بعض الصناديق التي تجمع في محفظتها نوعين من الأسهم، أسهم الأولى تدر دخلا وأسهم تعطي إيرادا رأسماليا ويسمى هذا النوع بالصناديق ثنائية الأهداف وتشترك هذه الشركات الاستثمارية مع المؤسسات المالية الأخرى في أنها تقوم بتقديم خدمات مهمة ومتنوعة للجمهور كإدارة المخاطر بواسطة المحافظ الاستثمارية عن طريق محللين وخبراء استثمار، وكذلك بإعطاء المستثمر الفرصة في تنويع استثماراته بالاستثمار غير المباشر في شركة استثمار بدلا من الاستثمار المباشر في الأوراق المالية.

كما تتيح للمستثمر الصغير أن يمتلك حصصا في أسهم بقيم كبيرة على الرغم من صغر حجم مدخراته، فالكثير من هذه الصناديق تتيح للمستثمر أن يشتري أسهما فيها بمبلغ صغير، كما تتيح للمستثمر أن يحول استثماراته إلى نقد سائل بأقل خسارة ممكنة وفي أي وقت يريد لأن أسعار أسهمها أكثر استقرارا من أسعار الأسهم الأخرى بسبب تنوع المحفظة الاستثمارية لكل منها وتعمل هذه الشركات كمؤسسات وساطة مالية حيث تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين المختلفين وتستثمرها في أوراق مالية كالأسهم والسندات والأوراق

[1] Bodie Z Kane, A Marcus. - Investments 6th edition Mc Graw -Hill - 2005m,P115.

المالية قصيرة الأجل مثل أدوات السوق النقدي فإذا ارتفعت قيمة هذه الأوراق المالية التي تم الاستثمار فيها فإن قيمة أسهم الصندوق ترتفع كذلك والعكس في حالة انخفاض قيمة استثمارات هذه الشركات من الأوراق المالية فإن قيمة أسهمها تنخفض وبالتالي فهي شركات وسطاء متعاملين وتعتمد في عملها على استثمارات تشتريها من خبراء الاستثمار الذين غالبا ما يكونون جزءا من الشركة الأم التي تسيطر على شركة أو أكثر من صناديق الاستثمار وخبراء الاستثمار.[1]

ويحصل خبير الاستثمار عادة على رسم سنوي يتراوح ما بين 0,5 % إلى 1 % من الأموال التي تكون تحت سيطرته بغض النظر عن النتيجة، مما يعني أن خبير الاستثمار يعمل كسمسار.

ولقد توجهت في الماضي معظم شركات الاستثمار إلى الاستثمار في الأسهم والسندات حيث ركزت بعض هذه الصناديق على الاستثمار في أسهم شركات تهتم بالنمو أي تعيد استثمار أرباحها وتقلل من توزيع الأرباح في حين ركزت البعض الأخرى على الاستثمار في أسهم شركات تتبع سياسة توزيع غالبية الأرباح على السندات ذات الدخل الثابت.

ولقد كان للانهيار السيئ لسوق الأسهم في نهاية السبعينيات والارتفاع في مستوى أسعار الفوائد آثارا سلبية وأخرى ايجابية فالآثار السلبية تمثلت في انخفاض نسبة النمو في صناديق الاستثمار التي ركزت استثمارها على الاستثمار في الأسهم والسندات.[2]

وأدت الآثار الايجابية إلى تطوير صناديق السوق النقدي التي وفرت للمستثمر الحصول على فائدة عالية حيث تطورت في السوق النقدي الحسابات الجارية التي تحمل فائدة، وكان التطور السريع لمثل هذه الحسابات والإقبال الشديد على استخدامها أن قامت البنوك بفتح هذه الحسابات لزبائنها ولكل مقابل أجر، الأمر الذي لم يجعل هذه الحسابات المفتوحة من قبل البنوك بديلا للحسابات الجارية التي وفرها السوق النقدي.

الفرع الثاني: الشكل التنظيمي لشركات الاستثمار في الأسواق المالية.

كما هو واضح في مسمى شركات الاستثمار فإنها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات فهناك مدراء يقررون سياسة الشركة بناءا على قانون تأسيسها ويشرفون على محافظ الاستثمار ويختارون المدراء التنفيذيون.

[1] بوشلاغم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص35.

[2] Gup ,B , Management of financial institutions , Hought Mifflin company - 1984- p 492.

أما بالنسبة للسلطة المركزية لتلك الشركات فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها، وقد يكون الكفيل بنك استثمار وهو مؤسسة تتولى شؤون الاستثمار وهي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث والمشورة للغير أو بيت للسمسرة يتعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء.

كما قد يكون الكفيل شركة تامين يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعي إلى استثمارها. وهذا الاختلاف راجع إلى سياسة كل بلد ففي بريطانيا معظم صناديق الاستثمار تنظمها شركات التامين أما في أوروبا فان البنوك تنظم معظمها وفي الولايات المتحدة الأمريكية تنظمه شركات التامين والبعض تنظمه شركات الأوراق المالية وقبل عقد الثلاثينات عندما فصل التشريع في الولايات المتحدة بين أسواق الأعمال المصرفية وأسواق الأوراق المالية كانت البنوك تدير الكثير من أكبر الصناديق الاستثمارية.[1]

كما كان البعض من مديري صناديق الاستثمار شركات متخصصة لا تفعل شيئا آخر، أما بالنسبة للقرارات النهائية في شأن سياسات الاستثمار فعادة ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الاستثمار المختص وبالنسبة لنشاط البحوث والمشورة فقد يسند للعاملين بالشركة أو قد يعهد لبيوت أو مكاتب متخصصة.

وفي بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من الشركاء الاستثماريين على تبادل المشورة فيما بينهم من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي ومما يذكر فان بنكيرات الاستثمار أو بيوت المشورة التي تنشئ شركات الاستثمار عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها.[2]

ونضيف أنه في حالة استئجار خدمات البحث والمشورة من منشئات متخصصة لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمي لشركة الاستثمار ومن ثم فقد يقتصر الأمر على وحدة الصياغة السياسات تتكون من مديري صناديق الاستثمار.

وبالنسبة لخدمة حفظ وصيانة الأوراق المالية المملوكة للشركة فعادة ما يوكل أمرها في هذه الحالة إلى أحد البنوك أو أحد بيوت السمسرة وهذا الاتجاه من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإدارة.

-إدارة شركات الاستثمار: شركة الاستثمار على فرض أنها تشتمل على صندوق واحد هي شركة تتمثل أصولها أساسا في تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية من النوع الذي يسهل تداوله وتسويقه، ويتولى إدارة

[1] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشاة المعارف، 1999، ص 359.

[2] النظم المالية والتمويلية، المبادئ والتطبيقات، تأليف مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم الخزامي دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2007، ص،556، 557.

المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة يتم استئجارها لهذا الغرض وذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الاستثمار وهذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الاستثمار، أما ما يحدث عمليا فهو ما يلي:[1]

تبدأ شركة الاستثمار بمجموعة من المديرين أو بيوت للمشورة تقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (إلى هذا لم تبدأ الشركة بعد) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي للشركة وذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (الذي سبق أن اختار أعضاء المجلس) يتولى الإدارة الفعلية ويطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة الإدارة التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق.

عادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة والأتعاب التي سوف تحصل عليها في مقابل قيامها بتلك الواجبات وتتحدد الأتعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى 1.5 % من القيمة الكلية للمال المستثمر أما واجبات الإدارة ففي مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة التي يتكون منها الصندوق، إدارة الصندوق والواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم جديدة، تسويق الأسهم وإعادة شرائها وما إلى ذلك. [2]

ولما كانت رسوم الإدارة تتحدد على أساس القيمة الكلية للاستثمار فإن شركة الإدارة تعمل على تأسيس أكبر قدر من الصناديق لتلبي احتياجات المستثمرين والاستفادة من انعكاس ذلك على زيادة الرسوم.[3]

[1] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 359.

[2] بوشلاغم نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص40-41.

[3] نفس المرجع، ص41.

المبحث الثاني: مدخل عام لصناديق الاستثمار.

تعد الإدارة الجماعية للمدخرات أول أشكال الصناديق الاستثمارية، 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.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار.

شهدت صناديق الاستثمار تطور كبير في حجم تداولها عبر العالم، وقد ظهرت الإدارة الجماعية في صناديق المعاشات بهدف تمكين المتقاعدين عند بلوغهم سن التقاعد من مواجهة التزاماتهم وذلك باقتطاع جزء من أجورهم واستثمارها لتحقيق عائد مجزي يستفيد منه صاحبه عند بلوغه سن التقاعد.

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار

تعود صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر، نتيجة لظهور شركات الاستثمار، وتعد هولندا أول بلد ظهر فيه صندوق استثماري في العالم سنة 1822على يد الملك وليم ملك هولندا،[1] وتلتها بريطانيا 1870حيث تعتبر أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات،[2] وقد اعتمدت في ذلك على نظام التريست The Trust وهو نظام معروف منذ القدم في القانون الانكليزي،[3] حيث يقوم الصغار المستثمرين آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة الأموال حيث تدار بمعرفة محترفين بالبورصة.[4]

---

[1] عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010ص66.

[2] كمال طلبة متولي سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر،2011، ص22.

[3] أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2006، ص2.

[4] نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر 1994، ص3،4

غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفهوم القائم حاليا كانت في الولايات المتحدة الأمريكية عام، 1924 أين قام أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن باسم

The Massachusetts investment trust of boston[1]

بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار، يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، ثم ازدهرت ونمت بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية حيث بلغت عددها 352 صندوق عام1947 بأصول صافية بلغت 4مليارات دولار، ففي عام1966ظهرت في إنكلترا شركة استثمار مفتوحة Lioyds First كما ظهرت صناديق الاستثمار في ألمانيا تحت اسم Fond ثم سرعان ما انتشرت هذه الصناديق في سويسرا، بلجيكا، هولندا واليابان، وتعتبر تجربة فرنسا للصناديق الاستثمار تجربة متميزة وفريدة عام، 1945إذ احتلت المرتبة الأولى على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار، قد مرت صناديق الاستثمار بعدة مراحل بداية من سنة 1945إلى سنة 1964حيث تميزت هذه المرحلة بصناديق الاستثمار المغلقة، أما المـــرحلة الثانية

(1964-1979) تميزت هذه المرحلة بظهور صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير، كما ظهرت في سنة 1967من المرحلة صناديق الاستثمار المشتركة، وكذلك تأسيس صناديق المشاركة العامة، وفي **نهاية** 1978بلغ مجموع أصولها مستوى متواضعا يقدر بـــ 47.5مليون فرنك فرنسي، أمـــا خـــلال مرحلة ما بين 1979و 1989عرفت تطور سريع لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة حيث بلغت قيمة أصولها ما يقارب 1500مليار فرنك فرنسي **نهاية**1988 أي30 مرة ضعفا.[2]

أما على الصعيد العربي، تعتبر المملكة العربية السعودية السباقة إلى خوض في هذه التجربة حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، في حين تم إصدار قواعد تنظيم هذه الصناديق بداية 1993،[3] أما الكويت فتعتبر ثاني دولة عربية

[1] هشام البخفاوي، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، رسالة ماجستير في العلوم القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص11.

[2] منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد، متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد، 33العدد، 3سوريا،2011، ص 165.

[3] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم –سندات –أوراق مالية، دار الحامـــد، عمـــان، الأردن، 2006، ص195.

بعد السعودية خاضت هذه التجربة سنة 1985ثم تبعتها بعض الدول العربية مثل مصر، البحرين وعمان سنة 1994، ثم المغرب ،1995لبنان 1996ثم الأردن 1997.[1]

الفرع الثاني: 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 و لم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14عاماً، 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 السوقية المال.

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 1993إلى عام 1995

بأكثر من 830 مليون دولار، توزعت على حوالي 20 صندوقا كان أكثرها مخصصا للاستثمار في أسواق الأسهم في كل من مصر والمغرب وتونس وعمان والأردن والبحرين.[2]

وبالنظر إلى هذا الرقم فهو يبدو صغيرا 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 260مليار دولار، وهذا يعني ببساطة أن حصة الصناديق العربية لم تتجاوز % 0.3 فقط.[3]

أما باقي الدول العربية، فقد خاضت التجربة نفسها بنسبٍ 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 عام1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد

[1] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009، ص 228.

[2] فخر الدين علي الفقي وآخرون، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية "كونا"، القسم الاقتصادي،1996، ص46.

[3] أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولي، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2004، ص54.

نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام ،1994ثم المغرب عام ،1995تلتها لبنان عام،1996وأخيرا الأردن عام 1994.[1]

الفرع الثالث: مفهوم صناديق الاستثمار.

تباينت الأنظمة والقوانين في وضع تعريف محدد لصناديق الاستثمار، وذلك نظرا لظروف نشأتها وتطورها، بالإضافة إلى تعدد خصائصها وملامحها في مختلف الدول.

التعريف الأول: صندوق الاستثمار هو عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر الصناديق في الأسهم، السندات، النقد، العملات أو ما شابه من الأدوات الاستثمارية.[2]

التعريف الثاني: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه يدفع بمقتضاه المساهمين مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق، في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة، تحدد نصيب كل مساهم بعدد الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق وفقا لشروط التي تبينها نشرة الإصدار.[3]

التعريف الثالث: صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئه، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا.[4]

[1] أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص55.

[2] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص213.

[3] أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1999، ص6.

[4] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،2005ص20.

التعريف الرابع: تمثل صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مـــدخرات الأفـــراد واســـتثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأسباب الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجـــة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليـــات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية للمستثمرين فهي وجـــدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة.[1]

ومن خلال ما تقدم يمكن القول: أن صناديق الاستثمار هي عبارة عن أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية لتتولى عن طريق إدارة متخصصة جمـــع مـــدخرات الأفـــراد والمؤســـسات وتوجيهها إلى الوجهة الاستثمارية المناسبة من أجل تحقيق عوائد مقبولة، عن طريق تنويع أوجه الاستثمار في السوق المالية مما يقلل نسبة المخاطرة إلى أدنى حد ممكن.

[1] عبد الغفار حنفي، استراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر،2007، ص45.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.

نظرا لتفاوت واختلاف الأهداف من مستثمر إلى آخر لذلك لا يمكن لمحفظة واحدة أن ترضي مختلف المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى تصنيف صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع طبقا لعدة معايير تسعى شركة الاستثمار من خلالها إلى تلبية رغبات المستثمرين. ويتم فيما يأتي عرض أكثر أنواع صناديق الاستثمار انتشارا في الأسواق المالية وذلك حسب المعايير الآتية:

الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال.

تصنف صناديق الاستثمار وفق هيكل رأس المال كالآتي:

1-صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End funds

كما تسمى أيضا صناديق الاستثمار المشتركة، Mutual Fundsوهي صناديق يتم إنشاؤها من شركة استثمار أو بنك أو شركة تأمين وتقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية،[1] وتقوم استراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار أسهم جديدة كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له أسهما بقيمتها. يمكن إعادة بيع هذه الأسهم لصندوق الاستثمار الذي أصدرها حسب القيمة الصافية للأصل عند البيع. ويتم تقييم أسهم هذه الصناديق يوميا بناء على القيمة الصافية لموجودات الصندوق، كما يعطي صندوق الاستثمار المشترك شهادة أسهم للمساهم فيه مباشرة أو من خلال وسيط في سوق الأوراق المالية.[2]

وهناك نوعين من صناديق الاستثمار المفتوحة:

أ-الصندوق المحمل بعمولة Load Fund

عبارة عن صندوق استثمار يحمل المستثمر عمولة تسويق تدفع عند الشراء أو تدفع عند بيع أو استرداد قيمة الوثيقة.[3]

---

[1] عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص843.

[2] John Bogle, Mutual Funds Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professionals,Boston Institute Of Finance, United States of America, 2005, P9

[3] أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، القاهرة، مصر، 2008، ص،248.

ب-الصندوق غير المحمل بعمولة No load Fund

عبارة عن صندوق استثمار لا يحمّل المستثمر أي عمولات أو مصاريف سواء عند الإصدار والشراء لأول مرة أو عند البيع أو الاسترداد.

2: صناديق الاستثمار المغلقة Colsed -End Funds

هي تلك الصناديق التي تنشئها شركات المساهمة وأطلق عليها وصف مغلقة لأنها تصدر عددا ثابتا من الحصص يتم تداولها في السوق المالية.[1] كما تعتبر أول نوع ظهر من صناديق الاستثمار وهي مقتصرة على فئة محددة من المستثمرين لها هدف محدد وفترة زمنية محددة وفي نهاية تلك الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزع عوائده المحققة على المشتركين فيه، ويمكن لأي مشترك في الصندوق المغلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول في الصندوق في سوق الأوراق المالية عن طريق السماسرة، وتتصف صناديق الاستثمار المغلقة بالآتي: [2]

- يكون للصندوق هيكل رأس مال ثابت نسبيا أي أن عدد الأسهم ثابت لا يتغير خلال الفترة.
- لا يمكن استرداد الحصص التي يتكون منها الصندوق إلا في نهاية الأجل.
- يمكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة معينة.
- لا يمكن زيادة رأسمال الصندوق خلال حياته إلا وفق نص اتفاقي واضح.
- يجرى إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة مثل أي شركة استثمارية.

توفر الصناديق المغلقة مجموعة من المزايا الفريدة في عالم الاستثمار والتي لا يمكن الحصول عليها في كثير من الأحيان في الصناديق المفتوحة، فهي توفر للمستثمرين العديد من الطرق لتوليد رأس المال ونمو الدخل من خلال أداء المحفظة، الأرباح الناتجة عن التوزيعات، وكذا العائد الناتج عن التداول في السوق المالي.[3]

والحافز الثاني الذي دفع المستثمرين على الاستثمار فيها هو قيامها بخلق نوع جديد منها يسمى

[1] عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص858.

[2] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص218.

[3] Guide of Closed-End Funds, www.closed-end funds.com, date of consultation: 11/05/2010.

ترست Trust وهو نوع من الصناديق الاستثمارية التي لها تاريخ استحقاق، وقد تم العمل بها لأول مـــرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1988حيث لم تكن أسهم أي من صناديق الاستثمار لها تاريخ استحقاق، ويعمل هذا النوع من صناديق الاستثمار في الاستثمار في محفظة من السندات، وتحديد تـــاريخ استحقاق للمساهمين في الصندوق، أو تاريخ تصفية للصندوق.

ويهدف هذا النوع من الصناديق الاستثمارية إلى إعادة قيمة الأسهم الأصلية للمساهم في الصندوق، بالإضافة إلى عائد يعادل العائد على سندات الخزينة التي لها مدة استحقاق تعادل مدة الاستحقاق للصندوق.[1]

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها.

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

1- صناديق الأسهم Common Stock Fund

على الرغم من أن صناديق الأسهم 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 المنشآت العاملة في صناعة معينة أو في منطقة جغرافية معينة،[2] وهي بذلك تعد من ضمن الصناديق متوسطة وطويلة الأجل التي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف الربحية في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.[3]

2- صناديق السندات Bonds Funds

تقوم هذه النوعية من الصناديق باستثمار أموالها في السندات وتحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات ومن خلال تحقيق أرباح رأسمالية على تعاملاتها على السندات في الأسواق الثانوية،[4]

---

[1] هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، ماي، 2005، ص8.

[2] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص34.

[3] أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002، ص54.

[4] أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص59.

وهناك صناديق تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية وتتميز هذه الصناديق بأن عائدها معفى من الضريبة، وقد بلغ عدد صناديق السندات عبر العالم حوالي 12570صندوق خلال الربع الثاني من سنة 2010بإجمالي أصول4766مليار دولار.[1]

3-صناديق سوق النقد Money Market Funds

يقصد بهذه الصناديق تلك التي تتكون محفظة أوراقها المالية من أوراق مالية قصيرة الأجل والتي تتداول في سوق النقد من خلال المؤسسات كالمصارف التجارية وبيوت السمسرة ومن أمثلة هذه الأوراق أذون الخزانة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية، وتعد هذه الصناديق من ضمن صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

وقد بلغ عدد صناديق سوق النقد في العالم حوالي3437 صندوق في نهاية الربع الثاني من سنة 2010بإجمالي أصول قدرها 4475 مليار دولار.[2]

4-الصناديق المتوازنة Balanced Funds

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات العائد الثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة لذا يطلق عليها أيضا بالصناديق المتنوعة أو التشكيلية.

ويلاحظ أن النسبة بين أنواع الأوراق المالية المكونة لمحافظ تلك الصناديق عادة ما تكون مرنة وقابلة للتغيير تبعا للتغير في الظروف السياسية والاقتصادية المحيطة.[3]

وقد بلغ عدد الصناديق المتوازنة في العالم حوالي 15294صندوقا في نهاية الربع الثاني من سنة 2010بإجمالي أصول قدرها 2248مليار دولار.[4]

---

[1] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص35.

[2] عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص859.

[3] أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص60.

[4] Investment Company Institute, Worldwide Mutual Fund Assets and Flows In Second Quarter 2010, op-cit, p1.

5- الصناديق المتخصصة Specialized Funds

تتخصص صناديق الاستثمار هذه في بعض الأوراق المالية لعدد من الشركات في نشاط اقتصادي معين أو عدد من السلع مثل المعادن الثمينة، كصندوق استثمار أحد البنوك، صندوق استثمار خاص بشركات تكنولوجيا المعلومات، صندوق استثمار لشركات البترول وغيرها.[1]

6- صناديق المؤشرات Index Funds

تعتمد صناديق المؤشرات على تكوين محافظ مالية تقترب إلى حد كبير من تكوين مؤشر معين لأسعار الأوراق المالية، وبالتالي يرتبط أداء الصندوق بأداء المؤشر صعودا وهبوطا، فمدير الاستثمار يحتاج إلى مؤشر صناديق الاستثمار لتحقيق أداء متميز على السوق وتحقيق أهداف الصندوق.[2]

وتقوم استراتيجية الاستثمار في صناديق المؤشرات على افتراض أن جميع المؤشرات سوف ترتفع على المدى الطويل، ومن ثم فإن الشراء في مؤشر معين سوف يؤدي إلى عائدات مرتفعة في الأجل الطويل أما على المدى القصير فقد يتأثر هذا الصندوق كثيرا بعوامل خارجية مثل عدم الاستقرار السياسي.[3]

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأهداف التي تسعى لتحقيقها.

تصنف صناديق الاستثمار وفق الأهداف التي تسعى لتحقيقها إلى ما يلي:

1-صناديق النمو Growth Funds

تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر ولهذا تحتوي محافظ هذه الصناديق على مجموعة متنوعة من الأسهم العادية التي تخضع لتقلبات الأسعار وغالبا ما يسعى القائمين على هذه الصناديق إلى المضاربة بقصد تحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية. وبذلك فإن الهدف الأساسي للنمو هو تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار المبدئي بصرف النظر عن الإيراد الذي تحققه هذه الأسهم. يلاحظ أن مثل هذه الصناديق لا تتماثل من حيث درجة الخطر.[4]

---

[1] فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2009، ص127.

[2] Marcus bodie kane, Investments, Mc Graw-Hill, United states of America, Fifth edition, 2003, p109.

[3] أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، بدون طبعة، مرجع سبق ذكره، ص61.

[4] عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص2000، ص411.

2-صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر.

تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو وقد يتحقق ذلك أو لا، إذ يوجد في مثل هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة لذلك تتلائم مع فئة المستثمرين الراغبين في تحمل المخاطر، فيلجأ مدراء هذه المحافظ إلى تتبع الظروف الاقتصادية وإعادة النظر في مكونات المحفظة بصفة منتظمة، وأحيانا يلجأ المدراء إلى استخدام القروض لتدعيم هذه المحافظ، مما يعني استخدام الرفع المالي لزيادة العائد المتوقع مع مقابلة المخاطر المترتبة عن ذلك.[1]

3-صناديق الاستثمار ذات الإيراد أو الدخل Income funds.

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أرباح إيرادية تتمثل في عائد الأسهم وكوبونات السندات ويخلو هذا النوع من الصناديق من المضاربات حيث يكون الهدف الأول هو تحقيق الأرباح الإرادية والمحافظة على رأس المال.[2]

وتناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم.[3]

4-صناديق الاستثمار ذات الدخل والنمو.

تتلاءم هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد مستقر، وبذلك فإن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق أن تركز في استثماراتها أكثر على الأسهم المتوقع أن تحقق معدل نمو أكبر ونسبة أقل في السندات، وهذا يعني احتمال تحقيق معدل نمو أكبر في الاستثمارات وتحقيق دخل ثابت أقل.[4]

[1] عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص267.

[2] عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص859.

[3] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم -سندات -أوراق مالية، مرجع سبق ذكره، ص48.

[4] عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص412.

الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار النطاق الجغرافي.

لما كان النطاق الجغرافي الذي يستثمر فيه الصندوق استثماراته قد يكون نطاقا محليا وهنا يصبح الصندوق محلي النطاق وقد يقوم الصندوق باستثمار أمواله في العديد من الدول وهنا يصبح الصندوق دولي النطاق وعلى هذا تقسم الصناديق إلى صناديق محلية وصناديق دولية وفق ما يلي:[1]

1-الصناديق المحلية.

هي تلك الصناديق التي تباشر نشاطها داخل الحيز والنطاق الجغرافي لدولة واحدة وغالبا ما تكون هذه الدولة هي دولة تأسيس ونشأة هذه الصناديق، وعلى هذا يصبح المعيار في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثماري محلي أو صندوق استثمار دولي هو نشاط الصندوق ذاته فإن كان نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد الذي تأسس فيها كان الصندوق محليا أما إذا تعدى ذلك النشاط هذا البلد إلى أخرى كان الصندوق دوليا.

2-الصناديق الدولية

لم تعد دول العالم المعاصر تعيش في عزلة عن بعضها البعض بل أن العلاقات الاقتصادية الدولية المتبادلة بين الدول في نمو مستمر سواء كان ذلك بسبب الكميات الهائلة من السلع والخدمات التي يتم تبادلها بين الدول من خلال التجارة الدولية أم بسبب الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، أم بسبب النشاط المتعاظم للشركات الدولية متعددة الجنسيات. وأصبحت التدفقات المالية التي تتم داخل الأسواق المالية الدولية تشكل جانبا هاما من جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية، لذلك تهدف الصناديق الدولية إلى الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية ولا تتأثر عوائد تلك الصناديق فقط بأسعار الأسهم والسندات المكونة لمحافظها المالية، بل تتأثر أيضا بالتقلبات التي تعتري أسعار صرف العملات التي تقوم بها تلك الأصول.[2]

[1] عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص857.

[2] عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص139.

الفرع الخامس: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار العائد.

تصنف صناديق الاستثمار بحسب العائد الذي تحققه وآلية توزيعه على المساهمين، حيث يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع هي: [1]

1-الصناديق ذات العائد الدوري Periodical Return Funds.

تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، أو نصف سنوية، أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد. ويشبه هذا النوع من الصناديق شهادات الاستثمار، والأسهم الممتازة للشركات الكبرى، من حيث عدم ضمان توزيع الأرباح في كل الفترات، مما يدع المستثمرين إلى دراسة السجل التاريخي لأداء الشركة والصندوق قبل الإقبال على الاشتراك في الصندوق أو شراء أسهم الشركة. ويعد هذا النوع من الصناديق الأكثر إقبالا من الأفراد.

2-الصناديق ذات العائد التراكمي: Accumulated Return Funds.

يختلف هذا الصندوق عن سابقه من حيث طريقة توزيع العائد، حيث يجمع في كل فترة ويضاف إلى السعر السوقي بدلا من توزيعه دوريا، وعند استرداد الأصل يسترد مبلغ الأصل بالإضافة إلى ما تحقق من أرباح سابقة. ويعد هذا الصندوق أكثر قبولا من سابقه لدى الفئات ذات الدخل المرتفع نسبيا.

3-الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي Periodical/Accumulated Return Funds.

هو نوع يجمع بين النوعين المتقدمين، فيتم التوزيع الدوري لجزء من الأرباح، ويضاف الجزء الآخر منها إلى أصل الوثيقة ليتم توزيعه في الفترات اللاحقة أو عند الاسترداد.

[1] خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره ص19.

الفرع السادس: حسب معيار السياسات الاستثمارية المتبعة.

تصنف صناديق الاستثمار حسب السياسات الاستثمارية المتبعة إلى ما يلي:

1-صناديق الاستثمار المتحفظة Conservative funds

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات استثمارية دفاعية أو متحفظة في تكوين محافظها المالية، بمعنى اتصافها بالتحفظ اتجاه مخاطر الاستثمار بما يحقق عوامل الأمان والاستقرار، ويضمن للمستثمر دخلا ثابتا ومنتظما، ولتحقيق هذا الغرض تبتعد تلك الصناديق عن التعامل في الأوراق المالية المنطوية على مخاطر، وتكتفي بالعائد القليل الثابت الذي تدره الأوراق المالية المستقرة كالسندات وأذون الخزانة وأسهم الشركات المستقرة وغيرها من الأوراق التي تضمن سلامة المركز المالي للصندوق. [1]

2-صناديق الاستثمار الهجومية Aggressive funds.

تشمل تلك الصناديق التي تتبع سياسات هجومية تتسم بقدر كبير من المخاطر بما يسمح بتحقيق أرباح رأسمالية عالية من المضاربة، ولتحقيق هذا الغرض يتم التركيز في الاستثمار على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، ويتم الاحتفاظ بتلك الأوراق إلى حين ارتفاع أسعارها في السوق فيتم بيعها وتحقيق أرباح رأسمالية من جراء عملية البيع.[2]

هذه الصناديق غالبا ما تتكون من أسهم شركات التكنولوجيا، شركات الأدوية، وشركات الاتصالات، إذ تتقادم الاختراعات والاكتشافات بسرعة فائقة. ويعتمد نجاح مثل هذه الصناديق على الخبرة وحسن التوقع وقاعدة البيانات المتاحة لمدير الاستثمار في تعامله مع الأوراق المالية غير المستقرة.[3]

3-صناديق الاستثمار المتوازنة balanced funds.

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة، وفيها يتم تركيز الاستثمارات في خليط متوازن من الأسهم والسندات بحيث تجني مزايا كلا النوعين.[4]

---

[1] عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 414-415.

[2] أحمد صلاح عطية، مرجع سبق ذكره ص27.

[3] خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره ص23.

[4] أحمد صلاح عطية، مرجع سبق ذكره، ص27.

المطلب الثالث: خصائص صناديق الاستثمار.

قد يكون من المفيد قبل أن نحدد الخصائص العامة لصناديق الاستثمار أن نميز بينها وبين المؤسسات المالية الأخرى، مثل شركات 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. [1]

أما الفرق الرئيسي بينهما فيكمن 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.

1-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 قائما 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.[2]

---

[1] صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر،2013، ص186.

[2] على عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه في القانون التجاري، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص59.

2-صناديق الاستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية.

إن القاعدة الأساسية التي تحكم عمل صناديق الاستثمار هي أن الاستثمار يكون قاصرا على الأوراق المالية، لا يجوز لهذه الصناديق أن تستثمر أموال المدخرين في أي شيء آخر، كما لا يجوز مزاولة 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 % 10من قيمة الوثائق في حالة الصندوق المملوك لبنك أو شركة التأمين و % 5في حالة الصندوق الذي تؤسسه شركة مساهمة عادية.

لقد استهدف هذا التقييد على أن الصندوق أنشئ أساسا 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 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 مكتتبين 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.[1]

بيد أنه ومن ناحية أخرى، أن لهذه الصناديق حرية المقدرة 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 معينا من الحماية من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية.[2]

3-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 جمع قيمة كل الوثائق فإنها مملوكة ملكية مشتركة لجميع المكتتبين في الصندوق، ويترتب على هذه الخاصية أنه لا يستطيع أحد المكتتبين أن يدعي لنفسه ملكية لجزء من رأس مال الصندوق بصفة خاصة، فالملكية هنا على

[1] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص187.

[2] يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتورة في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997، ص60.

الشيوع،[1] 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 وعاءا ادخاريا ماليا 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 جدا.[2]

[1] عمرو مصطفى أبو أزيد، صناديق الاستثمار في مصر الأموال والإدارة دراسة مقارنة، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الجزء الأول،1997، ص 48.

[2] عمرو مصطفى أبو أزيد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

المبحث الثالث: أهداف ومزايا صناديق الاستثمار ودورها الاقتصادي.

تكتسب صناديق الاستثمار أهمية بالغة في أسواق المال في كل دول العالم باعتبارها وعاء مستحدثا لتجميع المدخرات واقتحام ميدان الاستثمار في الاوراق المالية التي تتطلب خبرة لا يستهلان بها ودراية تامة بأبعادها المختلفة لا تتوفر لدى المستثمر الفرد، كما تتعدد اهدافها لتلائم حاجات المستثمرين ورغباتهم، 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.

المطلب الأول: أهداف صناديق الاستثمار.

تتعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلاءم وحاجات المستثمرين ورغباتهم، فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي، وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل قار، 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، فقد قمنا باستنباط مجموعتان من الأهداف تتمثل فيما يلي:

الفرع الأول: 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]

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، لنسبة وقد دأبت البنوك لسنوات طويلة على الاحتفاظ بمحفظة أوراقها المالية دون تحريك، وخاصة بالنسبة للشركات

[1] عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010، ص37.

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 و لم يتم بيعه منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية.[1]

2-تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال الاستثمار غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية 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 يلجأ 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 المدخرين.[2]

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 العوائد 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 الرفاه.

أما البنك الذي ينشئ صندوق الاستثمار فإنه يحصل على عوائد متمثلة في قيمة الفروق الرأسمالية التي سيحصل عليها من بيع جزء من محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار ومن العمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلال دوره في المراحل المختلفة لأداء الصندوق.[3]

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد، عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، مرجع سبق ذكره، ص37.

[2] نفس المرجع، ص38.

[3] الشبيلي يوسف عبد الله، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005، ص28.

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 المستثمرين.[1]

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 زاد امنه لمواجهة المخاطر.

فالصناديق تتناول محفظتها أوراقا مالية للعديد من الشركات، مما يحقق تشكيلة متوازنة قد لا تتوافر لكثير من المستثمرين، وعادة فإن الاستثمار في الأسهم مرتفع المخاطر، أما الصناديق التي تتعامل في تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية والآجال من سندات وأسهم وأدوات مالية أخرى وأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها فهي قليلة المخاطر بوجه عام.[2]

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 الخوصصة 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.[3]

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.

---

[1] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص180.

[2] Theodore E.Day et Yi wang,2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Protfolios,Journal of Finance,May,51(2),P:128

[3] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص180.

8-تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق مع أوضاع المستثمر.[1]

الفرع الثاني: 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 تطرقنا ايه سابقا.

المطلب الثاني: مزايا وعيوب الاستثمار في الصناديق.

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تتميز بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني برمته، كما لصناديق الاستثمار مزايا هناك عيوب، ومن هذا المنطلق قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين هما:

الفرع الأول: مزايا الاستثمار في الصناديق.

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجا كبيرا في العالم كله، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص، فقد تعددت الأساليب والأدوات المحققة لهذا الغرض، وانتشر استخدام مصطلحات مثل صناديق الاستثمار، والمحافظ الاستثمارية، والإصدارات وغيرها.[2]

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

[1] warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with the real estate Mortgage Crisis, Journal of Finance Economics, Volume 80, November 2007, P : 218

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص181.

ممكن بأقل نسبة من المخاطر، ومن المتعارف عليه أن تقليل مخاطر الاستثمار يتطلب التنويع في الاستثمار،[1] 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 حتما أعلى من الاستثمار المتعدد والمتنوع الذي يتميز بإمكانية تغطية خسارة أحد الاستثمارات بأرباح غيرها خلافا للاستثمار المنفرد الذي قد يهدد المستثمر ويفقده القدرة على مواجهة حالة الخسارة.

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 دائما محدودة لاقتحام مجالات الاستثمارات الكبيرة المدرة للأرباح، كما أن وضعه الشخصي قد لا يمكنه من الإدارة الحكيمة الواعية سواء بسبب عدم درايته ومعرفته للأسواق، أو بسبب عدم توفر الوقت الكامل والمناسب. ومن هنا تأتي أهمية الاستثمار المشترك، فالمال المتواضع والقليل المتوافر لدى عدد كبير من المستثمرين

يصبح أموالا ضخمة إذا ما تم تجميعها، وكما يقال في الاتحاد قوة، وبالتالي يتحقق الاستثمار الأمثل لهذه

الأموال المشتركة، حيث يجب توظيفها في مجالات متنوعة ومتعددة وفي قطاعات مختلفة ويراعى غالبا 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: [2]

-التقليل من مخاطر الاستثمار وتوزيع تلك المخاطر من خلال تعدد المنافذ والمجالات.

-تحقيق ربحية عالية نتيجة توافر الحجم الكبير من المدخرات وتوظيفها وفق أسس استثمارية عالية.

-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] هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2011، ص63.

[2] نفس المرجع، ص63-64.

1-إدارة الأصول بواسطة خبراء مختصين: وهنا يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغليها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال.[1]

2-ملائمته لشتى شرائح المستثمرين:

حيث أن الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، منها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين.[2]

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 التنويع، لأن عملية التنويع تؤدي إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد، والحماية لرأس المال، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي يحقق عوائد تميزه عمليا عما سواه من أساليب الاستثمار.[3]

4-تخفيض التكلفة وتعظيم العائد:

إن مبدأ الاستثمار الأساسي في صناديق الاستثمار هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساير 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

[1] مصطفى علي أحمد، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، الجزء الثاني، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 22،23 مارس 1997، ص112.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص182.

[3] 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 23-22مارس ،1997ص 78،77.

المتوقعة تشجع على الاكتتاب، وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقارنة للتوقعات أو تزيد، و بناءاً على ثقة المستثمرين بهذه التجارب يفضلون التوجه إلى الاستثمار في الصناديق، وهذا ما جعل الصناديق في نمو دائم فكسب ثقة جمهور المستثمرين عمليا يسبب النتائج الإيجابية. [1]

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 التنويع 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 الخيارات.[2]

6-سهولة الاشتراك والاسترداد:

من مزايا هذه الصناديق أن إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي بيعت على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى، إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ مالية جديدة الاشتراك وفي الفترات التي يرها منا.[3]

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 بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه أي مشروع استثماري، وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية

[1] Ben Branch, Jill Sawyer, Closed End fund Performance on the daily basis, Isenberg School of Management Magazine, November, 2006, P : 63

[2] 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

[3] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص184.

باعتبار أن سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار ولذلك يحقق الصندوق أرباحا 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 قرارا بالاستثمار في الصندوق فإن المشرع أيضا ألزم الصندوق وإدارته بتوفير الشفافية للمستثمر أثناء السير في عملية الاستثمار، فيتم تقييم الوثائق أسبوعيا، أو يوميا، والإعلان عن سعر الوثيقة من خلال التقييم لصافي أصول الصندوق، وهو ما يجعل المستثمر على معرفة دائمة ومستمرة على عائد استثماره، وبالتالي يستطيع اتخاذ قراراه المناسب بخصوص الاستمرار أو التسييل أو زيادة استثماره في وثائق الصندوق.[1]

أ-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.[2]

ب-إعادة التوزيعـــــــات:

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

[1] عبد المطلب عبد الحميد، عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، مرجع سبق ذكره، ص 37.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص185.

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.

ج-خدمات أخرى:

تقوم بعض الصناديق بعمل الترتيبات اللازمة للمشتري الفردي بنظام لتقسيم وتحويل حسابه الاسمي في حالة الوفاة للموصي 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:[1]

- 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 بالتقسيط للمستثمرين قد يصل إلى عام أو عامين.

- تخفيض أعباء الرسوم والمصروفات على قطاع المستثمر الصغير الذي يشتري بالتقسيط.

- إنشاء وكالة للخدمات يضمها الصندوق.

الفرع الثاني: عيوب صناديق الاستثمار.

إن الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار يمكن ايجازها في النقاط التالية:[2]

1-مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة لهم، 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] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص185،186.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، مرجع سبق ذكره، ص 38.

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 المعلومات 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]

[1] عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص301.

المطلب الثالث: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار.

يمر الاستثمار في صناديق الاستثمار بسلسلة من الإجراءات والمراحـــل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته.

وفيمـــا يلـــي بيـــان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة:[1]

1-اختيار الصندوق.

تحرص شركات الاستثمار والمؤسسات المالية بما فيها المصارف على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، فإن المصارف تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة، إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بمدى ثقتهم في إدارة المصرف او شركة الاستثمار وقدرتها على مدى إدارة هذه الصناديق.

ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري للأفراد عندما يرغبون باختيار صناديقهم الاستثمارية في ثلاثة عوامل هي:[2]

-هدف الاستثمار: يعتمد اختيار صندوق الاستثمار على هدف المستثمر الذي لا يخرج عن إحدى الحالتين، تحقيق دخل دوري أو نمو رأسمالي، فالمستثمر الذي ينشد الدخل الدوري يتوقع منه أن يضع استثماراته في أوراق مالية تحقق عائدا ثابتا، بينما الذي يبحث عن نمو رأسمالي يتجه للصناديق التي تركز على أسهم النمو الرأسمالي في سوق الأسهم.[3]

-مدة الاستثمار: أي الفترة الزمنية التي يفضلها المستثمر لأجل توظيف استثماراته، وتتوزع تلك الفترات علـــى الاستثمار القصير الأجل، المتوسط والطويل الأجل.

---

[1] يوسف بن عبد الله الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، ،2006، ص 104.

[2] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص225.

[3] فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة اطروحة ماجستير في علوم التسيير تخصص، محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف،2011، ص24.

-درجة المخاطرة: تعتمد درجة المخاطرة التي يتقبلها المستثمر على عدة معايير منها الفئة العمرية، الدخل، المهنة، ودرجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة في ظل متغيرات الاقتصاد الكلي.

2-الاشتراك في الصندوق.

وفقاً للأحكام والقوانين فإن المؤسس للصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفاً عاماً للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه، كيفية إدارته، درجة المخاطرة فيه، كيفية تقييم الوحدات الاستثمارية ومدى قابليتها للاسترداد، تحدد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك المبدئي والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشتراك الإضافي (وهي عادةً تكون أقل من الأولى) والحد الأدنى من السيولة التي يلتزم الاحتفاظ بها، ومدة الاشتراك في الصندوق، وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعلياً ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحاً طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياماً معينة في الأسبوع تسمى (أيام الاشتراك) أو(التقييم) يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد. [1]

وتجرى عمليات الاستثمار طبقاً لأسعار الوحدات في يوم التقييم اللاحق لتاريخ الطلب، فلا ينظر إلى أسعارها القائمة وقت تقديم الطلب لأن بدء سريان استثمار الأموال الجديدة يبدأ في اليوم اللاحق، وفي حال الدفع بالشيك أو بعملة أخرى غير عملة الصندوق فإن الاستثمار يصبح نافذاً فقط من يوم التقييم الذي يلي تحصيل قيمة الشيك أو تحويل العملة.[2]

وتحرص الصناديق على طرح أساليب ترغيبية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله الأولى، ومن أمثلة ذلك أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب وقبل بدء النشاط تقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف المؤسس، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافاً إليها الأرباح المحققة من الصندوق (صافي الاستثمار) إلى الصندوق عند بدء نشاطه. كما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة تجميع ادخارية يحددها الصندوق، فهذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين (إدارة الصندوق والمستثمر)، فالمدير يستطيع أن يرسم خطته الاستثمارية وفقاً للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يثقل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على

[1] فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص24.

[2] نفس المرجع، ص25.

استثمارها على الوجه المطلوب، وتشكل هذه الطريقة للمستثمر نوعاً من الضمان والأمان حيث تتاح له الفرصة لمتابعة وتقييم أداء المدير ويكون استمراره في الصندوق مبنياً على حقائق ونتائج ملموســـة، وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة إلى تقسيط رأس المال بإحدى الطريقتين: فإما أن يتم الاشتراك وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل عن تنفيذها، وإما أن يكون وفق خطة تعاقدية يحصل العميل على تسهيلات أكثر في رسوم الاشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أخل بالخطة

3-شهادات الاستثمار

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، كما تسمى هذه الشهادات صكوك أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين:

-**شهادات اللوحة الاستثمارية:** وتصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.[1]

-**شهادات القيمة الاسمية:** وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

4-تنويع الاستثمار

من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار وإلزام توجبه اللوائح والأنظمة في عامة الأقطار، ففي النظام المصري مثلاً: لا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على % 10من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، كالأسهم الأوربية وأسهم جنوب

[1] فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص26.

شرق آسيا وغيرها، ومنها تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نموا بمرور الزمن.[1]

5-الرسوم والمصاريف الإدارية.

يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية: [2]

– رسوم الإصدار: وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك، ويدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه.

–رسوم أو أتعاب الإدارة: يقصد بأتعاب الإدارة الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر مقابل إدارة صندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق.

–**رسوم الاسترداد:** يقصد بها تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالبا استرداد قيمة السهم، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في المتوسط بين 4% و 5%من قيمة الأصل الصافية، وهي الرسوم التي يدفعها المستثمر إذا رغب في بيع وحدته الاستثمارية على الصندوق.

وأما المصاريف الإدارية فتتمثل في جميع المصاريف على إدارة الاستثمار مثل: الأتعاب القانونية ومصاريف التدقيق والترويج ورسوم الوساطة المالية وحفظ الأوراق المالية والاستشارات ومصاريف المعاملات وغير ذلك، وتنص نشرات الاكتتاب في عامة الصناديق على خصم هذه المصاريف من إجمالي أصول الصندوق، أي أنها لا تخصم من حصة المدير وحده وإنما من عموم حصته وحصة المستثمرين.

6-استرداد وحدات الصندوق.

يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق ألا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلت عن ذلك يلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار، وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار

[1] غانم إياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا ،2009، ص24.

[2] منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص53.

القائمة في يوم التقديم، والبعض يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي بأسعار مستقبلية)، والبعض ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا تدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة وإنما بعد مدة متفق عليها مسبقا وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد.[1]

7-أرباح الصندوق وتوزيعاتها.

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله في تاريخ التقييم.

تتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراتها المختلفة والمكونة لمحفظتها الاستثمارية، يمكن أن تشمل:[2]

– أرباح الأسهم التي تدخل في المحفظة والتي تأتي لصندوق الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم التي يمتلكها صندوق الاستثمار.

– الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع، والقيمة التي تم شراء السهم بها.

– الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار.

– الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق على مثل هذه الأنواع من السندات.

– الفوائد على أدوات السوق النقدي الداخلة في المحفظة.

وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح:

الطريقة الأولى: وهي الأكثر انتشارا حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الاستثمار ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو الانتظار حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله.

[1] فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص26.

[2] هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص12.

الطريقة الثانية: يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق أو وحدات الاستثمار وقت استحقاق الأرباح. [1]

8-الحقوق والالتزامات.

بما أن الصندوق مملوك بصفة جماعية للمستثمرين فإن أي التزامات أو حقوق على الصندوق ترجع على المستثمرين أنفسهم، وليس للمدير منها شيء إلا بقدر ما يملك من وحدات الصندوق، إلا أن من بين مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمر فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو أن تكون إما مصاريف إدارية وهي محدودة بنسبة معينة من الأصول القائمة، وإما قروضا من جهات أخرى، وهي لا تشكل إلا نسبة قليلة من الأصول، لأن عامة القوانين والأنظمة تقيد نشاط الصندوق في الاقتراض بنسب محددة لا يمكنه تجاوزها، فعلى سبيل المثال تنص القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في مصر على أنه يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يتجاوز 10%من قيمة وثائق الاستثمار القائمة.[2]

وتتكون المصروفات السنوية لصناديق الاستثمار مما يلي:

– الرسوم الإدارية التي يتقاضاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية. وتشكل هذه الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق، وتتراوح ما بين 0.5%إلى 1.5%من موجودات الصندوق، إذ تقل نسبة هذا الرسم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة. وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق معين.

– مصروفات الاحتفاظ بسجلات المساهمين، وتزويدهم بالقوائم المالية وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية، والاحتفاظ بالموجودات.

– مصروفات البيع والتوزيع.[3]

ويجب أن تبين هذه المصروفات في نشرات الإصدار التي توزعها الصناديق على المستثمرين المتوقعين

[1] منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص11.

[2] محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص581.

[3] هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص13.

في وحداتها، إذ يمكن تحديد الرسوم الإدارية بدقة وتقدير المصروفات الأخرى، كما يتحمل المستثمر نفقات أخرى بالإضافة إلى نفقات الصندوق مثل: عمولة الشراء وعمولة البيع في حالة ما إذا كان الصندوق من النوع المحمل للعمولة. ولما كانت عمولات الشراء والبيع ليست عمولات سنوية وإنما تدفع عند الشراء أو عند البيع، فإن هذه العمولة تعتمد على المدة الزمنية التي تبقى الوحدات فيها في ملكية المستثمر. فكلما بقيت معه مدة أطول، كلما قلت العمولة الحقيقية. وعليه فإن تكلفة الاستثمار في صندوق استثمار بالنسبة للمستثمر تساوي نصيبه من نفقات الصندوق مضافا إليها تكلفة البيع أو الشراء لوحداته.[1]

9-انقضاء الصندوق وتصفيته.

ينقضي الصندوق في حالة انخفاض وحدات الاستثمار إلى 50% من إجمالي عدد الوحدات المكتتب فيها ما لم يقرر أغلبية حملة الوحدات استمرار نشاط الصندوق. كما ينقضي الصندوق في حالة رأى مدير الصندوق أن قيمة موجودات الصندوق المستثمرة غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق، أو إذا حدث تغير في القوانين أو إذا طرأت ظروف أخرى يعتبرها مدير الصندوق سببا لإنهاء تصفيته.[2]

عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداتهم إلى إجمالي الوحدات التي يقرر المدير بأنها صادرة آنذاك.

[1] هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص14.

[2] السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر،2006، ص89.

خلاصة الفصل الأول

تشكل صناديق الاستثمار أهمية خاصة للأفراد والمؤسسات المالية، فأصبحت الصناديق بفضل تزايد ثقة الأفراد فيها من أهم قنوات ووسائل جمع المدخرات واستثمارها في مجال الأوراق المالية، وتعرف على أنها أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع الأموال من مختلف المدخرين لتوجيه هذه الأموال إلى جهات ذات خبرة واستثمارها في أوراق مالية متعددة تعود بعائد معتبر وأقل مخاطرة لكلا الطرفين، ذلك أن الأفراد يتوقون دوما إلى البحث عن الإدارة الواعية الحكيمة لحفظ مدخراتهم وتنمية استثماراتهم، بالنظر إلى افتقار غالبيتهم إلى عنصري الوقت والخبرة الكافيين لإدارة أموالهم، ومن ثم فقد سعت هذه الصناديق جاهدة لجذب أكبر قدر من هذه المدخرات، معززة بوقوف المالك لها كمراقب لنشاطها بهدف المحافظة على أموال الأفراد، والتأكد من سلامة الإجراءات المتبعة في إدارة صناديقه.

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 التنويع وسهولة تسييل قيمة الصكوك عند الحاجة وهي ميزة لا يمكن الاستهانة بها

وتبعا لاختلاف أنواع صناديق الاستثمار وأهداف المستثمرين، تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة من أجل ذلك، فنجد أن هناك السياسة المتحفظة تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة في الصندوق باختلاف أهداف الصندوق ومعدل العائد المحقق ومستوى المخاطرة، فنجد أن هناك سياسة متحفظة التي تتبعها عادة الصناديق الاستثمارية التي تضم مستثمرين غير مستعدين لتحمل المخاطر والمجازفة أي المستثمرين المتحفظين لذلك، فإن الصندوق يركز في هذه الحالة على الأمان والسيولة، أما السياسة الاستثمارية الهجومية هي السياسة التي تتضمن استثماراتها درجة مخاطرة كبيرة من أجل الحصول على أرباح أعلى.

بالإضافة إلى السياسة المتوازنة التي تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة، وبالشكل الذي يحقق قدرا مقبولا من الأرباح.

الفصل الثاني: المحافظ المالية في السوق المالي وصناديق الاستثمار

تمهيد:

تعد محافظ الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حظيت باهتمام كل من الاقتصاديين والمستثمرين، وذلك لما تحققه من العوائد المتأتية من الإدارة الكفؤة لها وتلعب دورا فعالاً في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من نظرية التنويع كمدخل لتخصيص الاستثمارات الذي تقوم على أساسه المحفظة، من أجل تخفيض درجة المخاطر الكلية والمخاطر غير المنتظمة بما يحقق هدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية.

إن القيام بالاستثمار في الأوراق المالية يحتاج إلى تخصص دقيق ودراية كافية بأحوال السوق لانتفاء هذه الأوراق المالية، ولتكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية يتطلب توفير موارد مالية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة تشمل مختلف نشاطات القطاع الاقتصادي، بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار وتغطية أي خسائر محتملة في بعض القطاعات بالمكاسب المحققة في البعض الآخر، ومن هنا قامت شركات الاستثمار وشركات التأمين بإنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار، حتى تتمكن من تجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى قطاع الاستثمار الغير مباشر والمتمثل في اقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية.

وتعود هذه الصناديق على المستثمرين بالمنفعة والعائد المرضى بصفة خاصة وعلى الاقتصاد الوطني بصفة عامة، ويمكنها أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

وعلية من أجل تعميق الدراسة سنتناول في هذا الفصل المحافظ المالية ومحافظ صناديق الاستثمار، وذلك من خلال ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المحافظ المالية.

المبحث الثاني: نظريات عوائد ومخاطر المحافظ المالية.

المبحث الثالث: محافظ صناديق الاستثمار وسياستها الاستثمارية واستراتيجية إدارتها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المحافظ المالية.

تعد النظرية الحديثة لمحافظ الأوراق المالية الأساس الذي تقوم عليه إدارة الاستثمار والتي تتضمن تحليل واختيار وتقييم الاستثمارات أخذا في الاعتبار المخاطر والعوائد المتوقعة، ويرجع الفضل في تأسيس نظرية المحفظة إلى ماركوتز Markowitz الذي وضع المبادئ العامة لها عام 1952 وقام وليم شارب بإدخال تطويرات جوهرية عليها، واستحقا معا جائزة نوبل في الاقتصاد اعترافا بفضلهما في تطوير النظرية الحديثة للتمويل.

المطلب الأول: ماهيــة محافـظ المــالية.

تقوم الفكرة الأساسية لمحفظة الأوراق المالية على تكوين مجموعة من الأوراق المالية بحيث تحقق أقصى عائد ممكن عند مستوي معين من المخاطر.

الفـرع الأول: النشأة التاريخية للمحافظ المالية.

يعود تاريخيا ظهور المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديداً عام 1952عندما قام المحلل الأمريكي ماركوتز بوضع الأسس لنظرية المحفظة، وقد قدم أول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة، وبين كيف يتم بناء المحفظة المالية المثلى، ثم جاء من بعده عدد من الباحثين أمثال شارب ولنتر، حيث وضع عام 1966نموذج عرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة المالية، ثم بعد ذلك طور روس عام 1976النموذج السابق إلى نموذج آخر سمي بنموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل بين الأوراق المالية بالمضاربة بين العائد والمخاطر. [1]

وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خاصة مع التطورات الاقتصادية وارتفاع الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، ثم توسع استخدام نظرية المحفظة ليشمل البنوك التي تتراكم لديها المدخرات، وتقوم باستثمارها في مختلف الأدوات المتاحة في السوق المالي ومع تطور دور البنوك في الاستثمار تم تأسيس صناديق الأموال في بداية الستينيات من القرن العشرين لتتخصص في الاستثمارات المالية، وقد أفلست البعض منها بسبب سوء إداراتها في حين نجح القسم الآخر الذي اعتمد على الأساليب العلمية السليمة في إدارة المحفظة وعلى إثر ذلك تكونت شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال الأموال أفضل استغلال .

[1] عمر عبدو، مرجع سبق ذكره، ص141.

الفرع الثاني: تعريف المحافظ المالية.

التعريف الأول: هي مجموعة من الأوراق المالية المختارة بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب من الأوراق المالية كأسهم و، أو، سندات وتختلف قيمة كل منها من حيث معدل العائد الناتج عنها ومن حيث مدة استحقاقها.[1]

التعريف الثاني: هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها.[2]

التعريف الثالث: وتعرف على أنها تشكيلة لأصلين ماليين أو أكثر، والتي تختلف فيما بينها من حيث النوع والجودة بشكل عام، أما بشكل خاص يشار على أنها تشكيلة من الأوراق كأسهم وسندات والتي يمسكها المستثمر لتعظيم العائد ولتقليل المخاطر. [3]

مما سبق يمكن تعميم مفهوم المحفظة المالية على أنها أداة مركبة من أصلين ماليين أو أكثر ويحتفظ بها المستثمر لتحقيق أهداف معينة، ويشكل العائد والمخاطرة حجر الأساس عند تسييرها، كما نلاحظ أن المحفظة المالية محتواة في المحفظة الاستثمارية كون هذه الأخيرة تتكون من أصول مالية وأخرى حقيقية.

[1] محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك لنشر والتوزيع، القاهرة، ص 65.

[2] أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر،2007، ص205.

[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 190.

الفرع الثالث: التمييز بين المحافظ الاستثمارية ومحافظ المالية.

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والأذونات... وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة... وكل ما يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، وذلك حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعينة في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة.[1]

أما محافظ المالية فقد عرفها جاك هامون على أنها تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما والتي تساوي في مجملها 100%.[2]

[1] هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003، ص 222.

[2] Jacques Hamon, BOURSE ET GESTION DE PORTEFEUILLE, ECONOMICA, 2eédition, PARIS, 2005, P, 151.

المطلب الثاني: أنواع ووظائف محافظ المالية.

تختلف المحافظ المالية من حيث الأصول المكونة لها ومن حيث الأهداف المرجوة منها وبالاعتماد على هذين المعيارين يمكن أن نميز بين المحافظ التالية:

الفرع الأول: أنواع محافظ مالية

1-محفظة الدخل:

وهي التي تهدف إلى تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية، أو من الفروقات الأسعار، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة، ويفترض هؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.[1]

2-محفظة النمو:

وهي التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو كامل الأصول والعوائد، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة ومن ثم لتقويم المدراء.

3-المحفظة المتخصصة:

وهي نادرا ما تشكل، وإن شكلت فتكون مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة والذي يميز هذه المحفظة لا يتلائم عادة مع مبدأ المحفظة المالية والذي هو التنويع.

4-المحفظة المتوازنة:

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام في مكونات المحفظة، وهو ما يمكن تحقيقه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة، والطويلة الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد وهذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.[2]

---

[1] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الأردن، 2006، ص 25.

[2] نفس المرجع، ص26.

5-المحفظة المتنوعة:

وهي التي تسعى إلى تنويع محتويات المحفظة لتشمل غالبية الأوراق المالية التي من المتوقع أن تعطي عوائد ايجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي حيث تمكن من تعويض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات الأرباح التي تتحقق من الأوراق الأخرى، فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمرون في محافظهم على ربحية مقبولة ومتنامية.[1]

6-المحفظة الدولية:

تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمارية الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، وذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة منوعة تنويعا جيدا وذلك من ثلاث زوايا هي:

- تنويع الأصول وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات المالية.
- التنويع الجغرافي، لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أوراق مالية من عدة دول.
- تنويع العملات، إذ بسبب التنويع الجغرافي لأصول، تتنوع أيضا العملات التي لها تقييم هذه الأصول.[2]

الفرع الثاني: وظائف محافظ الماليـة.

تعمل وظائف محفظة الأوراق المالية على إنجاز مهمات عديدة وأهمها:[3]

-تحديد أنواع الأصول المالية وبيان إسهاماتها النسبية في المحفظة، وذلك بناءا على مسحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة.

-تعزيز قيم موجودات المحفظة الأوراق المالية وذلك من خلال الحافظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.

[1] حمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص27.

[2] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص194.

[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص222،223.

-توفير الأمان لمحفظة الأوراق المالية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية، مع القبول هامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد إلى تنويع الأصول المالية المتسمة بالكفاءة العالمية والعمل في ظروف تتميز بالشافية.[1]

-توفر السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأصل المالية.

-بناء استراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.

-إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.[2]

[1] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص223.

[2] نفس المرجع، ص223،224.

المطلب الثالث: مبادئ وأهداف تكوين المحافظ المالية.

تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر، ومن مؤسسة الأخرى طبقا للظروف الخاصة بكل مستثمر ويأتي في مقدمة أهداف المحفظة تعظيم قيمتها الرأسمالية وتحقيق عائد دوري، فضلا عن التأمين ضد المخاطر، وترتبط مكونات المحفظة ارتباط وثيقا بأهدافها.

الفرع الأول: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

من أجل تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الاعتماد على عدة مبادئ وهي:

1-مبدأ القياس الكمي: يعني ذلك إمكانية قياس العائد المتوقع من الاستثمارات المالية التي تتضمنها المحفظة باستخدام القيمة المتوقعة مع إمكانية قياس درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة عن طريق الأساليب الإحصائية (التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف)، ولكي يتحقق ذلك يجب توفر بيانات عن العائد المحقق من سلسلة زمنية ماضية عن كل نوع من الاستثمارات وعن العائد والظروف الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والمؤثرة في العائد المتوقع من كل نوع من الاستثمارات المكونة للمحفظة.[1]

2-مبدأ التنوع: تتضمن محفظة الأوراق المالية أنواعا مختلفة من الاستثمارات في الأوراق المالية المختلفة، والتي تحقق درجة معينة من الثبات والاستقرار للعائد الذي تحققه المحفظة، ويجب تجنب المغالاة في التنوع.[2]

3-مبدأ الشمول: ويعنى أن تتكون المحفظة من كل أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالي أي من أسهم، سندات، صكوك تمويل، سندات حكومة وأذون الخزينة، حتى يتحقق عائد مستقر نسبيا للمستثمر مع انخفاض درجة المخاطرة إلى الحد الذي يقبله المستثمر، ولكن يواجه هذا المبدأ نفس المشاكل التي يوجهها المستثمر عند إتباع مبدأ التنويع، كما أن المستثمر قد لا يحقق العوائد التي يرغب في تحقيقها من الكمية المشترات من كل نوع.

4-مبدأ الارتباط: يهدف إلى تقليل درجة المخاطرة المصاحبة لتكوين محفظة الأوراق المالية في ضوء درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها إحدى الشركات والعائد المحقق من

[1] أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص208.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الطبعة الثانية، الشركة العربية المعتمدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010، ص139.

أوراق مالية تصدرها شركة أخرى، فكلما انخفض معدل الارتباط بين العوائد المحققة من الأوراق المالية المشتركة، دل على انخفاض درجة المخاطرة للانخفاض التباين والانحراف المعياري.[1]

في ظل استراتيجيات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هناك نوعين من الأهداف، أهداف عامة تنطبق على كافة المحافظ الاستثمارية، وتتمثل في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر هذا من جهة، وتحقيق السيولة اللازمة لا للمنشأة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي من جهة أخرى.[2]

من خلال قراءة هذين الهدفين نجد أنهما هدفين متعارضان، بحيث لا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي حافظة دون استغلال جميع رأس المال، ورغم هذا يمكن للمدير الجيد التوفيق بين أعلى عائد والاحتفاظ بمقدار من السيولة لحماية المنشأة من العسر المالي.

ويمكن تلخيص الأهداف السابقة الذكر كالتالي:

1-الحفاظ على رأس المال الأصلي:

من المهام التي يجب على المدير أن يوفق فيها هي المحافظة على رأس المال والعمل على أن لاتصل الخسائر إليه، باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في محفظة

فيمكن أن يربح في صفقة ويخسر في أخرى أما الإجمالي فيكون ربحا.[3]

2-استقرار التدفق النقدي:

على مدير المحفظة اختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت لضمان معدل معين من استمرار التدفق النقد من المحفظة مثل الأسهم الممتازة والسندات.[4]

---

[1] أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 211.

[2] نور الدين بهلول، الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، أطروحة ماجستير في علوم المالية، جامعة عنابة، 2006/2005، ص24.

[3] سارة عبدلي، أساليب قياس حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، مذكرة ماستر في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص14.

[4] نفس المرجع، ص14.

3-التنويع:

يعتبر تنويع الأوراق المالية من أهم الوسائل لتقليل مخاطر المحافظ لهذا يمكن أن نعتبره من أهداف المهمة في تكوين المحافظ المالية.

4-نمو رأس المال المستثمر:

لا يكتفي مدير المحفظة بالحفاظ على رأس المال الأصلي، بل يضع نصب عينه هدف أساسيا وهو تنمية رأس المال لأنه الهدف الذي من اجله تأسست المحفظة المالية.[1]

5-تحقيق مستوى مقبول من السيولة:

تقاس سيولة حافظة الأوراق المالية بمدى قابلية الأصول المالية التي تحتويها للتداول، حيث انه كلما استطاع مدير المحفظة التخلص من الأوراق المالية بسرعة ببيعها في سوق المالي للحصول على أموال سائلة، كلما دل ذلك على ارتفاع سيولة هذه الأصول وبتالي سيولة المحفظة.[2]

أما الأهداف الخاصة فتتوقف على الظروف المستثمر وتفضيلا ته تجاه الخطر، فإذا كان المستثمر لا يرغب للتعرض لقدر كبير من المخاطر يمكنه أن يشكل حافظة تتكون من أسهم وسندات، أما إذا كان المستثمر لا يرغب في التعرض إلى أي نوع من الخطر فعليه أن يشكل حافظة من السندات وخاصة السندات الحكومية وقد يضيف إليها اذونات الخزانة، غير أن المستثمر في كل الحالات عليه أن يدرك أن تحقيق تخفيض في المخاطر لابد أن يصبحه انخفاض في العائد.[3]

[1] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص76.

[2] بخالد عائشة، التنويع كأداة لتدنئة المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص21.

[3] نور الدين بهلول، مرجع سبق ذكره، ص76.

المبحث الثاني: نظريات عوائد ومخاطر المحافظ المالية

تعرف نظرية المحفظة على أنها نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية المتخذة من قبل المستثمرين، تقوم هذه النظرية على أسس اقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسر بها سلوك المستثمر وفيما يلي أهم النظريات التي عرفتها المحفظة المالية وبالإضافة إلى التطرق لأهم نماذج قياس أداءها.

المطلب الأول: نظريات محافظ المالية.

يؤدي الاستثمار دورا هاما في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله، ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة التي وضع نظريتها MARKOWITZ عام 1956ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال TURNER وغيرهم، والتي تهدف إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليص من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر.

الفرع الأول: مفهوم نظرية المحفظة

نظرية المحفظة هي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين (المؤسسة أو الأفراد)، من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار في الموجودات المالية أو المادية.

تصف هذه النظرية المستثمر بالرشيد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة، فتقوده إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد.[1]

الفرع الثاني: نظرية ماركويتز.

بدأ تركيز الاهتمام بالمخاطر في الخمسينات وبداية الستينات، وقد ساعد على ذلك جهود هاري ماركويتز والتي أسفرت عن نظرية المحفظة التي تقوم على الفروض التالية:

– أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.

[1] محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 23.

– أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة يعكس له تناقص في المنفعة الحدية للثروة.

– النظر إلى المخاطر على أساس كونها تقلب في العائد.

– أن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسيين هما العائد والخاطرة.

– أن المستثمر يبغض المخاطرة.[1]

إن جوهر هذه النظرية هو توضيح أثر المخطر والارتباط والتنويع على العائد المنتظر من المحفظة ويمثل عائد المحفظة مجموع عوائد الأصول المالية المشكلة للمحفظة مرجحة بأوزانها النسبية واستندت هذه النظرية على مبدأين:

1- تدنئة المخاطر عند مستوى معين من المردودية.

2- تدنئة المخاطر وتعظيم المردودية.[2]

كما سبق وأن أشرنا إلى أن هذه النظرية تبين أثر التنويع على العائد حيث يسمح التنويع بالوصول إلى مستوى أقل من المخاطر

عند نفس المستوى من المردودية، وبما أن التنويع متاح ولجميع المستثمرين فإن السوق لن يدفع علاوة المخاطر التي يتحملها المستثمرون لعدم تنويع أوراقهم. [3]

وأما معامل الارتباط فهو مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين متغيرين والمتمثلة في العلاقة بين عوائد الأوراق المالية حيث أن قيمته محصورة بين 1-و، 1+ويأخذ معامل الارتباط ثلاث حالات:

فإذا كان الارتباط بين ورقتين **Y** و **X** يساوي الواحد الموجب أي **r =+1** معنى ذلك وجود ارتباط تام موجب والتنويع بهذه الأصول يكون غير مجدي وهو ليس من مصلحة المستثمر.

وإذا كان **r =-1** معنى ذلك وجود ارتباط تام سلبي بمعنى أن الخسارة المحققة في إحدى الورقتين معوضة تماما بالعوائد المحققة في الورقة الثانية وهو يقضي نهائيا عن المخاطر.

[1] منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، 2010، الإسكندرية، ص82.

[2] نفس المرجع، ص83.

[3] http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf" consulté le: 14/02/2018.à 16:40

وأما إذا كان $r = 0$ يعني عدم وجود ارتباط أو أن عوائد الأوراق المالية مستقلة تماما عن بعضها البعض أي أنه لا يوجد تأثير بين العوائد الا أنه لا يقضي نهائيا عن المخاطر.[1]

الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول المالية.

قدم هذا النموذج شارب ولينتز عام 1964والذي حاز على جائزة نوبل تقديرا على جهوده، ويعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملازمة لهذا السهم عندما يتم الاحتفاظ به كجزء من محفظة استثمارية متنوعة.[2]

إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنويع في محفظة الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية.[3]

يقوم هذا النموذج على الفرضيات الأساسية التالية:

-يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والاقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية.

-يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة.

-يملك المستثمرين نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة وذلك راجع لتجانس المعلومة.[4]

نظرا لأن التنويع بالاستثمار يخفض الخطر مع ذلك يبقى خطر لا يزول وعليه سيكون المستثمر مهتم بمعرفة العلاقة بين الخطر والعائد لكل سهم في المحفظة وهذا ما يوضحه خط سوق رأس المال إلا انه يوضح هذه العلاقة للمحافظ المالية والكفؤة فقط وذلك حسب ما يوضحه الشكل التالي:

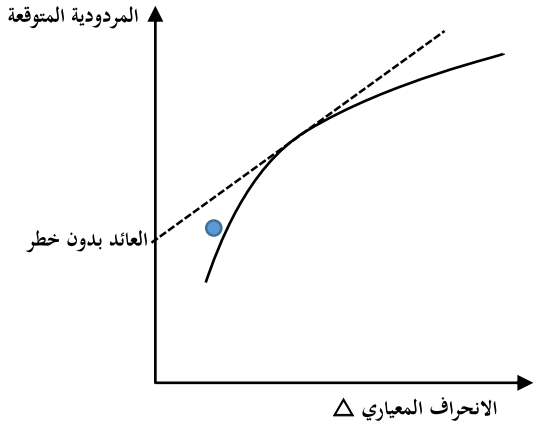
[1] http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf" consulté le 04/03/2018.à 19:25

[2] محمد قاسم خصاونة، أساسيات الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011، ص125.

[3] نفس المرجع، ص125.

[4] Philippe Bernard, Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers, paris, 2007, p : 2.
http://www.lamicrofinance.org/files/15331_I_016.pdf consulté le 16/02/2018.à 18:09

الشكل رقم (01) خط سوق رأس المال.



Source : Pierre vernîmes, finance d'entreprise, Dalloz, 6e Edition, paris, 2005, page : 430

وقد تم تجسيد هذه العلاقة حسب نموذج تسعير الأصول المالية على مستوى الأوراق المالية على انفراد أو أي محفظة مالية، وذلك من خلال تحديد المردودية المطلوبة انطلاقا من المخاطر المرتبط بها وذلك يعني أن المردودية المطلوبة من مستثمر معين تساوي معدل العائد بدون مخاطرة زائد علاوة المخاطرة غير القابلة للتنويع – المخاطر النظامية–، وذلك حسب المعادلة التالية:

$$k = r_f + BX(k_M - r_f)$$ المعادلـة رقم (....)

حيث:

K : المردودية المطلوبة من قبل المستثمر.

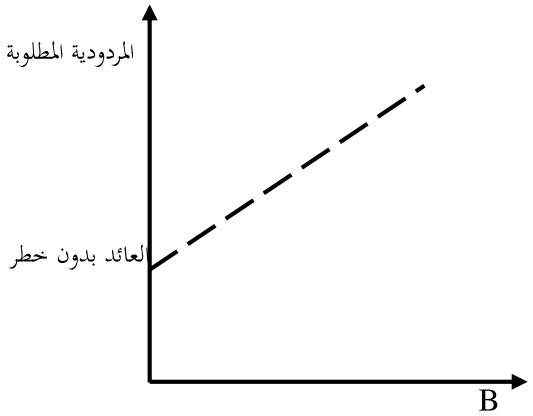
r_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

B : معمل بيتا و الذي يعكس حساسية عائد الورقة لعائد السوق.

k_M: عائد محفظة السوق.[1]

[1] Pierre vernimmen, finance d'entreprise, dalloz, 6^{e}edition, paris, 2005, page: 444-445.

الشكل :(02) خط سوق الأوراق المالية.



Source : Pierre vernimmen, finance d'entreprise, dalloz, 6^{e} edition, paris,2005 .Page :448

انتقادات النموذج:

-الاعتماد على فرضية السوق الكفء و التي تبقى كنظرية.

-الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية.

-فرضية استقرار بيتا، فنموذج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة

كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن.

-صعوبة تطبيق النموذج خاصة في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة والذي يبقى نظري فسندات الحكومة لا تتعرض

لمخاطر الإفلاس، تحت فرضية الدولة لا تفلس، لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى.

-يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطرة شديدة.

-يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية.[1]

[1] على بن ظب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة ما بين، 2008-2006، أطروحة ماجستير في العلوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص90،91.

-يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين) ، لكن لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

الدراسات التوسعية للنموذج:

يوجد نوعين من الدراسات التي عرفها الشكل المبسط للنموذج نوع يتعلق بالفرضيات، أما الثاني يتعلق في إدراج العديد من العوامل كمصادر للمخاطرة مثل الضرائب، الأرباح و عوامل أخرى، و التي نحاول تلخيص البعض فيها فيما يلي:

إدراج أثر الضرائب:

قام Breman بدراسة أثر الضريبة على تسعير الأصل المالي، إلى جانب المخاطرة النظامية وهو عائد الأرباح الموزعة،[1] ومن بين نتائج هذه الدراسات التوسعية النماذج التالية:

- 1نموذج تسعير الأصل المالي ب βصفري:

حيث ارتكزت هذه الدراسة والتي قام بها Black على عدم وجود أصول مالية بدون مخاطرة مضمونة، وبالتالي يعوض العائد المضمون في النموذج الأصلي بحافظة مكونة من أصول معرضة للمخاطرة والتي تكون غير مرتبطة بحافظة السوق، وتعرف هذه المحفظة بنموذج الأصل المالي βمعدوم نظرا لكون التباين المشترك معدوم.

- 2النموذج المستمر لتسعير الأصل المالي:

تدخل هذه الدراسة على النموذج الأصلي اهتمامات المستثمر بفرص الاستثمار المستقبلية.

ومن أهم التوسعات التي عرفتها هذه النماذج أيضا، يمكن ذكر استعمالها في الأسواق العالمية أو ما يعرف بـ(INTERNATIONAL CAMP) ويرمز له بـ (،ICAMP)حيث بدلا من استعمال لفظ السوق المحلية لدراسة المخاطرة نستعمل حافظة عالمية وهي عبارة عن سلة من الأوراق المالية من مختلف أسواق العالم، ومن التوسعات التي عرفها النموذج أيضا نموذج التسعير الشرطي أو ما يرمز له بـ

[1] منصوري الحاج موسى، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية حالة سوق دبي المالي، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص32.

(CCAPM)*،حيث يسمح هذا النموذج للمخاطرة βبأن تكوين متغيرة عبر الزمن وليست ثابتة كما هو الحال في النسخة الأولية للنموذج.[1]

الفرع الثالث: نظرية المراجحة.

تعتبر هذه النظرية والمقترحة من قبل ROSSسنة 1976تعميما لنموذج **CAPMو تسمى أيضا بنموذج متعدد العوامل و هي العوامل الاقتصادية التي تؤثر سعر الورقة فنجد منها عوامل عامة و هي عوامل السوق و عوامل خاصة متعلقة بالمؤسسة و هي نظرية توازنية تحكم العلاقة بين عوائد الأوراق المالية والمتغيرات المؤثرة على العائد، حيث أن النموذج لا يزودنا بعوامل محددة وإنما تختلف العوامل باختلاف المحللين والمستثمرين، حيث انه يتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورقة المالية لهذا العامل ويرجع ذلك لتقدير الشخص لحجم المخاطر.[2]

وفقا لهذه النظرية فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تتساوى في عوائدها وهذا ما يسمى بالسعر الواحد، أما إذا لم يحدث ذلك فيبدأ المراجحون عملهم حتى تختفي المراجحة المربحة بين الأوراق المالية حيث يصبح عائد الورقة المالية مساوي للعائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة مخاطر تعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الأوراق المالية

فرضيات النموذج:

- لا توجد تكاليف سمسرة ولا ضرائب على الأرباح الرأسمالية حيث يتمتع السوق المالية بالمنافسة الكاملة.
- ان المستثمر يتصف العقلانية ويحاول تعظيم ثروته.
- أن عوائد الأوراق المالية هي عبارة عن محصلة لعدد من العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية.
- هناك توقعات متشابهة بشأن العوامل المؤثرة على الأوراق المالية.
- تساوى معدل العائد على الإقراض والاقتراض.

* CCAPM: conditional capital asets prissing model

[1] عائشة بخالد، مرجع سبق ذكره، ص58،59.

**CAPM: capital asets prissing model.

[2] Risque management and financial dérivatives،
http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf consulté le 01/03/2018.à 10:31

- لا توجد مخاطر محيطة بعملية الترجيح المربح.[1]

معادلة نموذج تسعير المراجحة:

تستخدم المعادلة التالية كنموذج تسعير المرجحة:

$$R=E+bf+e$$

حيث:

R : العائد الفعلي.

E : العائد المتوقع.

b : معمل بينا و يمثل حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة.

f : العائد الفعلي في ظل عوامل المخاطر المنتظمة.

e : العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة و العوامل العشوائية.

توضح المعادلة أن العائد الحقيقي أو الفعلي يساوي العائد المتوقع إضافة إلى حساسية العوامل المتغيرة على الزمن بالإضافة إلى المتبقي من المخاطر، وأنه في حالة ما إذا كان هناك ثلاثة أو أربعة عوامل تؤثر على كفاية النموذج الملائم ويؤثر على العوامل في عائد سوق الأسهم ولذلك يمكن أن يكون النموذج وفق الشكل التالي حيث يتم إضافة العوامل الأخرى إليه.[2]

$$R=E+(b1)(f1)+(b2)(f2)+(b3)(f3)+(b4)(f4)+e$$

[1] Aswath Damodaran, Finance D'Entreprise, 2^{e}edition revue et corrigée, de boéck, 2008, paris, page: 243,245.

[2] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 208.

تمنح هذه النظرية للمستثمرين مجموعة من المتغيرات التي تسمح بتحديد مردودية الأسهم، يتمثل جوهر هذه النظرية في تأثير مجموعة من المتغيرات نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل، و تعتبر هذه النظرية بديل لنموذج تسعير الأصول المالية كونها أكثر عمومية منه، و تستند إلى قيود ومحددات أقل،[1]لكنهما لا يمثلان النموذجين الوحيدين بل هناك العديد من النماذج تشبه نموذج المراجحة ونموذج تسعير الأصول المالية من حيث وجود علاقة خطية موجبة بين العائد و المخطر النظامي ومع هذا فهي تستند على مجموعة من الفروض و الإجراءات المختلفة عن نموذج تسعير الأصول المالية، فهو لا يعتمد على المحفظة السوقية و لكنها تتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع حيث هذه النظرية وجود العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية.[2]

[1] علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص92.

[2] نفس المرجع، ص92.

المطلب الثاني: عوائد المحافظ المالية ومخاطرها.

ترتكز عملية الاستثمار في الأوراق المالية على تحمل أمرين بالنسبة للمستثمر وهي المخاطرة التي يتحملها من جراء الاستثمار مقابل توقعه الحصول على عائد مقبول.

الفرع الأول: عائد المحفظة المالية.

يمكن تعريف العائد بأنه مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، بمعنى أخر هو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة.[1]

ويمكن حساب العائد بالمعادلة التالية:[2]

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث:

R_t :يمثل عائد الأصل في الفترة t.

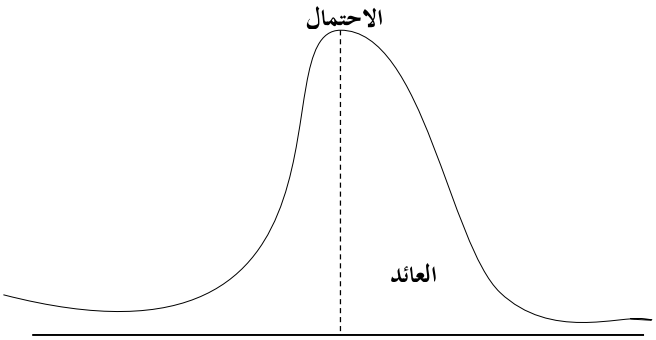
D_t :توزيعات الأرباح خلال الفترة t.

P_t :سعر الأصل في الزمنt (عند البيع) .

P_{t-1} :سعر الأصل في الزمن$t-1$ (عند الشراء) .

يصعب على المستثمر تحديد حجم العائد المتوقع لأنه مرتبط بالمستقبل الذي يمتاز بظروف عدم التأكد، لذلك يلجأ المستثمر إلى وضع احتمالات مختلفة للعوائد في إطار التوزيع الاحتمالي لهذا العائد.

الشكل رقم(03): التوزيع الاحتمالي للعائد والمخاطرة



المصدر :منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، 2010، الإسكندرية، ص239

[1] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص61.

[2] N. amenc, V.lesourd, Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance, édition Economica, Paris, 2002, P38.

من خلال الشكل يمكن للمستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية أن يضع تقديرات للعوائد بناء على الاحتمالات المرتبطة بمستويات مختلفة.

وعليه فإن العائد المتوقع هو مجموع العوائد المقدرة حسب ظروف مستقبلية معينة معدلة باحتمالات حدوثها.[1]

ويمكن كتابتها على النحو التالي:[2]

$$R(E) = \sum_{k-1}^{n} R_k . P_k$$

حيث:

$R(E)$: العائد المتوقع.

R_k: العائد المتوقع الحصول عليه في حالة حدوث الحدث k.

P_k: احتمال حدوث الحدث.

k^n: عدد الاحتمالات.

يجب التفرقة بين العائد المتوقع لكل أصل من أصول المحفظة والعائد المتوقع على المحفظة ككل.

– عائد محفظة أوراق مالية مكونة من أصليين فقط:

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد في ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة وذلك كما يلي:[3]

$$R_p = R_1 W_1 + R_2(1 - W_1)$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة.

R_1 : العائد المتوقع للأصل الأول.

[1] أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص233.

[2] N. amenc, V.lesourd, op-cit , P39

[3] حسين عطا غنيم، دراسات التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005، ص388.

R_2 : العائد المتوقع للأصل الثاني.

W_1 : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول.

$(1 - W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني.

عائد محفظة أوراق مالية مكونة من nأصل:[1]

$$R_p = \sum_{i-1}^{n} W_i R_i$$

حيث :

R_p : عائد المحفظة

R_i : العائد المتوقع للأصلi

W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصلi

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية وقياسها

تتأثر المحفظة المالية بنوعين من المخاطر وهما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وبالتالي تؤثر على أداء المحفظة.

أولا–مخاطر المحفظة المالية.

1-المخاطر المنتظمة :

هي المخاطر العامة التي تتعرض لها الشركات كافة وتؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لجميع الاستثمارات القائمة فيها، ولا يمكن التخلص من هذه المخاطر بتنويع المحفظة الاستثمارية ،والتي تصيب كافة أسعار الأوراق المالية بصرف النظر عن الشركة المصدرة لتلك الأوراق المالية، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية...الخ ،فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتنويع المحفظة[2] .

ومن بين العوامل التي تسبب المخاطر المنتظمة هي[3]:

أ –**مخاطر سعر الفائدة** :هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، وبالرغم من أن

[1] محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، مصر، 2005، ص205.

[2] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 249.

[3] محمد عبدو، مرجع سبق ذكره، ص153.

سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تمس جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة.

ب –**مخاطر التضخم** : أو تغير القوة الشرائية لوحدة النقد فاحتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة التضخم في الاقتصاد مما ينعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدنى قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ج –**المخاطر السوقية** :احتمال وقوع بعض الحوادث المهمة على المستوي المحلي أو الدولي تؤدي إلى التأثير في الاقتصاد المحلي كإجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى ترتبط بها علاقة وثيقة مما يؤدي إلى تأثر الحالة الاقتصادية العامة للدولة وتؤثر بالتالي التدفقات النقدية للاستثمارات في المؤسسات كافة، كما يتنقل التأثير إلى السوق مما يترتب عليه تغير في سلوك المستثمرين أو نتيجة لوقوع حوادث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض في أسعار الوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية.

2–المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر الخاصة بالشركة المستثمر فيها، التي تؤدي إلى تقلبات في العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة الناتجة عن هذه العوامل، وتتناقص هذه المخاطر كلما ازداد عدد الأوراق المالية في محفظة الصندوق وكلما تنوعت هذه الأوراق. ومن العوامل التي تسبب المخاطر غير المنتظمة[1]:

أ –**مخاطر الإدارة** :من الممكن أن تسبب أخطاء الإدارة في شركة معينة في اختلاف معدل العائد الفعلي عن العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.[2]

ب –**مخاطر الصناعة** :وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملموس، دون أن تكون لها تأثيرها خارج هذا القطاع.

وقد تنبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها[3]:

[1] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 47،49.

[2] محمد عبدو، مرجع سبق ذكره، ص153.

[3] نفس المرجع، ص154.

-عدم توفر مواد الخام للصناعة.

-ظهور قوانيين تمس صناعات معينة مثل قوانيين حماية البيئة.

-تغير أذواق المستهلكين.

-توقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات.

ثانيا-قياس مخاطر المحفظة :يمكن قياس مخاطر المحفظة المشكلة لأوراق المالية وفق الطرق التالية:

1-الانحراف المعياري :يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي، وفقا لهذا المقياس كلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع درجة تقلب عوائد الورقة حول متوسطها، وبالتالي أصبح الاستثمار في هذه الورقة محفوفاً أكثر بالمخاطرة وأقل جاذبية. [1]

وأن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين.[2]

$$\delta\sqrt{var}$$

ويقيس التباين مقدار تشتت أو انحراف العوائد عن وسطها الحسابي.

$$var = \sum_{i=1}^{n} P_i \left(R_i - E(R)\right)^2$$

أو

$$var = \sum_{i=1}^{n} P_i \left(R_i - \bar{R}\right)^2$$

حيث :

P_i : هي احتمال الحصول على العائد i

R_i : العائد المحتمل i

n : عدد العوائد المحتملة.

[1] إبراهيم الكراسنة، الإرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005، ص43.

[2] مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

$\bar{R}$ او $E(R)$: يمثل القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

2-معامل الاختلاف: (**المقياس النسبي للمخاطر**) :يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر بحيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين، وبالتالي تتساوى الخطورة مع العلم أن النسبة المئوية لانحراف للعوائد لأحدهما أكبر من الآخر أو تختلف، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري.[1]

$$cov(var) = \frac{\delta}{\bar{R}}$$

أي أن حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة واحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية (العوائد) الاستثمار، وعليه يمكن تفضيل الورقة المالية ذات الاختلاف الأقل. وبالتالي فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار.[2]

3-التغاير Covariance :يرتبط التغاير ارتباطاً مباشر بالمخاطر المنتظمة، وكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيراً، وهذا المعامل يحدد اتجاه العلاقة بين عائد الأصل المالي وعائد السوق.[3]

وهو متوسط حاصل ضرب انحراف كل من عائد السوق وعائد السهم عن قيمتهما المتوقعة، ويحسب كما يلي:

$$cov(R_i, R_m) = \sum_{i=1\ k=1}^{n\ n} P_{i\,k}\left(R_{j\,i} - \bar{R}_j\right)\left(R_{m\,k} - \bar{R}_m\right)$$

حيث:

(R_i, R_m) : تمثل التغاير بين عائد الورقة الماليةjوعائد السوقm

$R_{j\,i}$: معدل عائد الورقة المالية j في الزمن i

$\bar{R}_j$: القيمة المتوقعة لعائد الورقةj.

$R_{m\,k}$: معدل عائد السوق mفي الزمن k

[1] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص72.

[2] نفس المرجع، ص72.

[3] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص253،251.

$\bar{R}_m$: القيمة المتوقعة لعائد السوق.

4-معامل بيتا(β) (مقياس المخاطر المنتظمة) :يقيس معامل بيتا المقياس حجم المخاطر المنتظمة، ويعبر هذا المعامل عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الاستثمار نتيجة التغير في مؤشرات أسعار السوق ،[1]والذي يعبر بدوره عن عائد محفظة السوق.

ويمكن حساب معامل بيتا على النحو التالي:[2]

$$\beta = \frac{cov(R_x, R_m)}{\partial^2_{Rm}} = \frac{r(R_x, R_m)\partial_{Rx}\partial_{Rm}}{\partial^2_{Rm}} = \frac{r(R_x, R_m)\partial_{Rx}}{\partial_{Rm}}$$

حيث:

β : معامل بيتا.

COV : التباين المشترك.

r: معامل الارتباط بين العائدين.

R_x :عائد الورقة المالية.

R_m : عائد السوق.

∂_{Rx} : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية.

∂_{Rm} : الانحراف المعياري لعائد السوق.[3]

حيث إن :$cov(R_x, R_m)$ التغاير بين عائد الورقة المالية iوعائد السوق mويدعى التباين المشترك.

أما مقدار ∂_{Rm}فيمثل تباين عائد محفظة السوق، وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري لعائد السوق.

ويقاس التباين المشترك بضرب الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية في الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

[1] محمد عبدو، مرجع سبق ذكره، ص156.

[2] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص90.

[3] نفس المرجع، ص90.

$$cov(R_x, R_m) = p_{i\,m}\partial_i\partial_m$$

حيث:

$p_{i\,m}$: درجة الارتباط بين عائد الورقة المالية وعائد السوق.

∂_i : الانحراف المعياري للعائد المتوقع من الورقة المالية i.

∂_m :الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.[1]

ووفقا لنموذج السوق إذا كانت قيمة المعامل "بيتا" أكبر من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة المالية أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمة المعامل مساوية للواحد فيدل ذلك على أن مخاطر الورقة مساوية لمخاطر السوق، وعندما تكون قيمة المعامل أقل من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة أقل من مخاطر محفظة السوق. ويمكن حساب مخاطر المحفظة كما يلي:

مخاطر المحفظة من أصلين ماليين :تقاس مخاطر المحفظة المكونة من أصليين بالانحراف المعياري، ويمكن حسابها كما يلي: [2]

$$\partial_p = \sqrt{m_1^2\partial_1^2 + m_2^2\partial_2^2 + 2m_1m_1m_2c_{12}}$$

$$\partial_p = \sqrt{m_1^2\partial_1^2 + m_2^2\partial_2^2 + 2m_1m_2r_{12}}$$

حيث:

∂_p :الانحراف المعياري للمحفظة (مخاطر المحفظة).

$\partial_2\ \partial_1$:الانحراف المعياري للأصلين الأول والثاني.

cov_{12} :التباين المشترك بين الأصلين.

r_{12} :معامل الارتباط بين الأصل الأول والثاني.

[1] محمد عبدو، مرجع سبق ذكره، ص156،157.

[2] محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص213.

مخاطر المحفظة مكونة من n أصل :يمكن حساب معادلة المخاطر المحفظة المكونة من n كما يلي:[1]

$$\partial_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} m_i^2\, \partial_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{k=1}^{n} m_i\, m_k c_{i\,k} \partial_i \partial_k}$$

حيث:

$\boldsymbol{\partial_p}$: الانحراف المعياري للمحفظة.

$\boldsymbol{m_i}$: النسبة المئوية للاستثمار المخصص في الأصل i

$\boldsymbol{m_k}$: النسبة المئوية للاستثمار المخصص في الأصل.

$\boldsymbol{c_{i\,k}}$:معامل الارتباط بين الورقة، i والورقة k

$\boldsymbol{\partial_i \partial_k}$:الانحراف المعياري للورقتين i و k على التوالي.

n : تمثل عدد الأصول التي تتضمنها المحفظة.

وعليه كلما تعدد مكونات المحفظة (عدد أكبر من الأوراق) فإن المقدار m_i^2 يصغر وبالتالي تنخفض مخاطر الورقة .

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، تقيم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص233، (بتصرف)

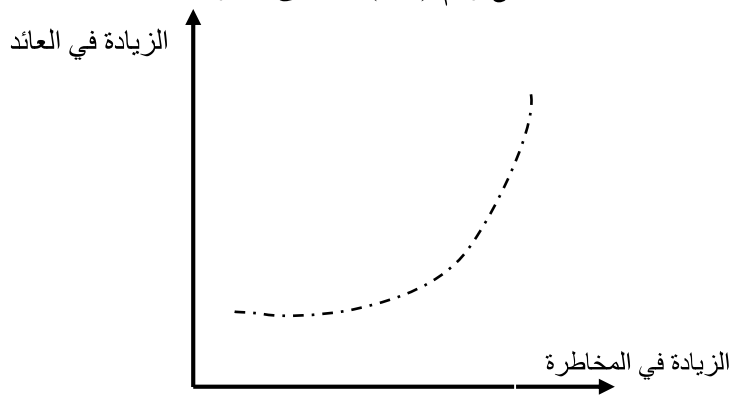
المطلـب الثالـث: المحفظـة المثلـي.

قبل التطرق لمفهوم المحفظة المثلى لابد من أن نتناول أولا مفهومي منحنى السواء، والخط الفعال.

الفرع الاول: منحنى السواء.

تعد هذه المنحنيات من أهم الأدوات التي تستخدم في تحديد سلوك المستثمر، وهو المنحنى الذي يبن الإشباع أو المنفعة التي يحصل عليها المستثمر من خلال اختياره لأوراق مالية مختلفة، يعكس هذا المنحنى العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي هي علاقة طردية ويعني أن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطر وبعبارة أخرى لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في معدل العائد، ويتوقف مقدار هذه الزيادة على طبيعة المستثمر، ومقدار الإشباع الذي يرغب في تحقيقه.[1]

الشكل رقم (04): منحنى السواء للمستثمر.



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص105.

الفرع الثاني: الخط الفعال أو حدود الكفاءة.

من أجل اختيار مجموعة من الأوراق المالية لابد من الاستناد لمقاييس الاستثمار المزدوج والمتمثلة فيما يلي:

- أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة.

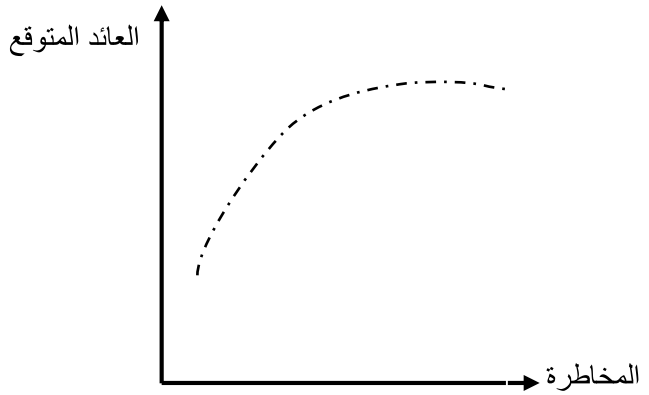
- أقل مستوى من المخاطرة عند مستوى معين من العوائد المتوقعة.

[1] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص103.

تعرف هذه المقاييس بمقاييس العائد والمخاطرة، فهي لا تؤدي إلى اختيار إحدى الأوراق المالية فحسب بل تؤدي إلى اختيار مجموعة من الأوراق وذلك بتحديد منحنى المحفظة والذي يسمى بالخط الفعال وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى ائد وبنفس درجات المخاطرة.[1]

بعبارة أخرى الخط الفعال هو ناتج توليفات مختلفة من العائد والمخاطرة لمحافظ كفئة لمستثمر معين ويمثل بالشكل التالي:[2]

الشكل رقم (05): منحني الخط الفعال.



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص175.

مفهوم المحفظة المثلى:

من الصعب إعطاء مفهوم مطلق للمحفظة المثلى، كما يصعب الوقوف على نموذج عام يحدد مواصفات يقبلها جميع المستثمرين، وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين لا لآخر، لأن الميول والاتجاهات تختلف بين المستثمرين ذاتهم، ولكن إذا أردنا أن نعرف المحفظة المثلى بشكل عام فهي تلك المحفظة التي يتم اختيار أدوات الاستثمار التي في جعبتها وفقا لقواعد معينة.[3]

[1] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص104.

[2] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2009، ص175.

[3] محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص294.

في حين نجد تعرف أخر يقول على أنها تلك المحفظة من بين مجموع محفظة الكفؤة التي تتناسب مع دالة المنفعة أي التبادل ما بين العائد/ المخاطر لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخر، ولا بد من مراعاة ذلك عند اختيار المحفظة.[1]

وتشير المحفظة الكفؤة إلى تشكيلة الأصول المالية التي تسعى إلى تقليل المخاطر إلى أدنى المستويات بالمقابل قبول مستوى

معين من الدخل أو تعظيم العائد مع قبول مستوى معين من المخاطر.[2]

أما محمد مطر وفايز تيم فقد عرفاها على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها.[3]

وحسب سامي حطاب فالمحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبطريقة تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر.

ويتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى على أساس ثلاث مبادئ أساسية هي:

- اختيار المحفظة ذات اقل مخاطرة عند تساوي العائد.

- اختيار المحفظة ذات أعلى عائد عند تساوي درجة المخاطرة.

- اختيار المحفظة ذات أعلى عائد واقل مخاطرة.

2-كيفية بناء المحفظة أوراق المالية مثلى:

لبناء المحفظة الأوراق المالية المثلى ينبغي تحديد ما يلي:[4]

- تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة.

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص225.

[2] Charfi Malek, Portfeuilles, internationaux et marchés emergents: diversification et consequences etude de l'éffet contagion en periode de crise cas de la crise des subprimes, institut des hautes etudes comerciales de sousse- actuarial et finance, TUNISIE,2008, page:32

[3] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 205.

[4] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص162.

– تحديد الالمحفظة المثالية التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر.

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:

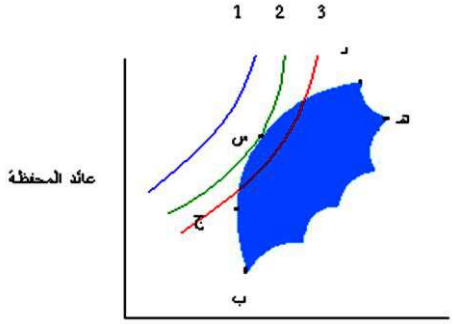
– نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد.

– نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي المخاطر.

3–اختيار المحفظة المثلى: هناك العديد من المحافظ المثلى ويتم تحديد المحفظة المناسبة تبعا لسلوك المستثمر وستظهر ذلك من خلا ما يلي:[1]

3–1–المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر:

الشكل رقم (06): المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر.



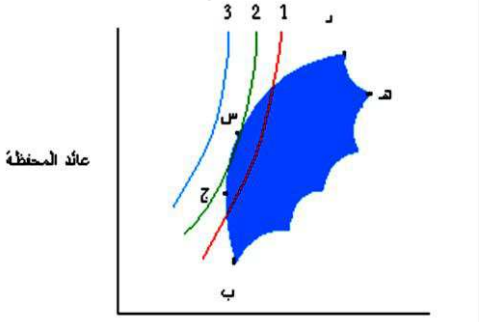
المصدر: جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، اطروحة ماجستير، جامعة عنابة، 2007/2008، ص89.

المستثمر الذي ينفر من الخطر هو الذي لا يتقبل أن يتحمل وحدة إضافية من المخاطر إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه مقابل وحدة المخاطر السابقة، ويتم تحديد المحفظة لهذا المستثمر بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء وهو المنحنى الأوسط، إذ بعدها يتناقص العائد لكل وحدة إضافية من المخاطر أما قبلها فيتحقق له عائد يفوق العائد المحقق عن الوحدة السابقة، ومن ثم فيستمر قبول المخاطر حتى يصل إلى النقطة التي يقع عليها المحفظة "س".

[1] جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، اطروحة ماجستير، جامعة عنابة، 2007/2008، ص88.

3-2-المحفظة الخطر المثلى للمستثمر المتشدد في كراهية المخاطر:

شكل رقم(07): المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته

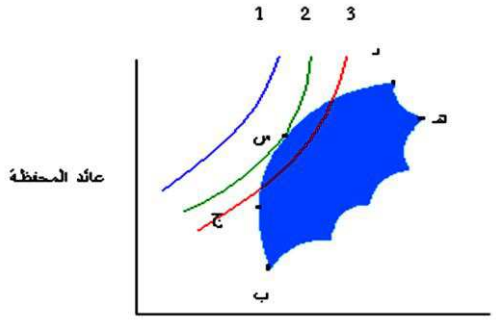


المصدر: جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، اطروحة ماجستير، جامعة عنابة، 2007/2008، ص90.

إن نقطة تماس منحنى السواء للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر تمس الحد الكفء، في نقطة أدنى من تلك التي حدثت فيها التماس في حالة المستثمر الذي ينفر من المخاطر حيث ميل الحد الكفء عند هذه النقطة أكبر يعني هذا أنه يرفض قبول وحدة إضافية من المخاطر إلا بحصوله على العائد الذي يطلبه المستثمر الغير محب للمخاطر في المقابل وحدة إضافة مماثلة من المخاطر.

3-3-المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر:

شكل رقم (08): المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر.



المصدر: جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، مذكرة ماجستير، جامعة عنابة، 2007/2008، ص91.

أما بالنسبة للمستثمر المتساهل في كراهيته للمخاطر فإن المحفظة التي تقع عليها اختياره (وفقا لمنحنى السواء) هي عند نقطة أعلى على الحد الكفء مقارنة بموقع المحفظة الخطرة المثلى، وكما يبدو فإن هذا المستثمر لا يمانع في قبول وحدة إضافية من المخاطر في مقابل عائد اقل من العائد الذي حصل عليه للتعويض عن الوحدة السابقة من المخاطر.

المبحث الثالث: محافظ صناديق الاستثمار وسياستها الاستثمارية واستراتيجية إدارتها

يعدّ بناء محافظ صناديق الاستثمار وإدارة الاستثمار فيها بين العائد والمخاطر من أهم خطوات نجاح الصندوق، وهي إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمرون للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية، وللتعريف أكثر نتناول في هذا المبحث مفاهيم حول محافظ صناديق الاستثمار وسياستها الاستثمارية المعتمدة، والاستراتيجية التي تدار بها.

المطلب الأول: محافظ مالية في صناديق الاستثمار واسس ادارتها.

إن قواعد متابعة من المستثمر لتكوين لمحفظته الاستثمارية تبدأ بمتابعته للعوائد الاستثمارية لكل مجموعة من الشركات المنتمية لقطاع معين ومقارنة عوائدها بالعوائد الخاصة بمؤشر ذلك القطاع، وبعدها يقوم بتحديد متوسط العائد لكامل المحفظة. وإذا كان المستثمر يملك وحدات استثمارية في صندوق استثماري فإن شركة الاستثمار هي من يقوم بإعداد تقرير عن عوائد الصندوق، وفي حال امتلاك المستثمر لأسهم أو أوراق مالية من خلال حساب لدى شركة تمارس اعمال الأوراق المالية فأنها، حينئذٍ تقوم بحساب العوائد للمستثمر.

الفرع الأول: خصائص محافظ صناديق الاستثمار:

1-مفهوم التنوع:

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 العلاقة بين العائد والمخاطرة 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 بالتنويع قرار المستثمر الخاص بمكونات المحفظة، فالتنويع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد.[1]

[1] ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، عمان،1999، ص270.

كلمة تنويع تعني الحصول أو حيازة أكثر من نوع واحد، وفي الاستثمار كلمة التنويع تأتي ملازمة لكلمة محفظة.[1]

فالتنويع يعني الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالي أو سلعي، والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، ويفيد التنويع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض له الاستثمار، فإن انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل أخر، وبالتالي فإن المستثمر يعظم منفعته من الاستثمار في ضوء تنويع محفظته، والتنويع يمكن أن يتم بطرق متعددة كثيرة منها العشوائي ومنها بالطرق العلمية المدروسة، فعلى سبيل المثال يمكن أن يكون التنويع عن طريق الاستثمار وذلك بـــ:[2]

-الأسهم والسندات.

-الأصول الملموسة والأسهم.

-النقد والأسهم والسندات والمعادن الثمينة.

-العملات.

2-مفهوم الارتباط

إن عملية التنويع سابقة الذكر الهدف منها كما ذكرنا هو تخفيض المخاطر في ظل مستوى معين من العائد، وليس المقصود بالتنويع مجرد توزيع للنسب بين مختلف الأصول في المحفظة الاستثمارية، لكن هذا التنويع والتوزيع يجب أن يتم وفق معرفتنا بكل أصل استثماري مع الأخذ في الاعتبار العائد المتوقع ومستوى السيولة اللازم مراعاتها، ومن هنا فقد قامت نظرية المحفظةMarkowitz على مفهوم التنويع باستخدام درجة الارتباط بين العوائد للأصول، ومعنى الارتباط هو درجة التناغم بين سلوك العوائد لهذه الأصول، والارتباط يقاس بمعامل إحصائي تقع قيمته بين**1+** وهو ارتباط إيجابي كامل و **1-** وهو ارتباط سلبي كامل، وكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار اقرب إلى **1-** يكون التنويع أفضل ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطر فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين **1-** فإذا انخفض السهم الأول 10% فمن المتوقع أن يرتفع السهم

[1] سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي،2007، ص6.
[2] سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص6،7.

الثاني ، 10% أما إذا كان الارتباط اقرب إلى **1+** يكون أثر التنويع محدود جدا وتكون درجة انخفاض المخاطر قليلة جدا: فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين **1+** فإذا انخفض السهم الأول 10% فمن المتوقع أن ينخفض السهم الثاني 10%.[1]

إن التنويع يشمل أيضاً الاستثمار في أكثر من سوق وفي أكثر من دولة، كذلك يشمل التنويع الاستثمار في أدوات استثمارية من آجال مختلفة، إن تكوين المحفظة يمكن كذلك أن يكون من الأسهم فقط، ويمكن أن يكون من السندات وكذلك يمكن أن يكون هناك محافظ صغيرة داخل المحفظة (تكوين صندوق من مجموعة وثائق صناديق أخرى تسمى صناديق القابض).[2]

الفرع الثاني: أسس إدارة محافظ صناديق الاستثمار.

على المستثمرين الأخذ بعين الاعتبار القواعد التالية عند اتخاذ القرار الاستثماري:[3]

-التخطيط:

قبل عملية بناء المحفظة يجب علينا تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرضنا إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر وعليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبدائل متاحة تنسجم وأهداف المستثمرين في الصندوق.

-التوقيت:

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار نجد أنّه من الصعوبة علينا الشراء باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى، لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعدنا بتوقيت الدخول إلى السوق أو الخروج منه، وتجنب الفروقات غير المبررة في الأسعار.

[1] سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر3، 2010/2009، ص114.

[2] نفس المرجع، ص115.

[3] عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص83.

-التحفظ والعقلانية:

يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية طبقا لمبدأ المنفعة، فالذي يدير محفظة الصندوق عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنبا للأحداث غير المتوقعة، التي تؤثر على رأس مال المحفظة.

-الإشراف والمتابعة:

إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها، تدعونا إلى القيام بمراجعة دورية وإشراف مباشر لمكونات محفظة الصندوق، إذ أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر التي قد تطال رأس المال المستثمر.

الفرع الثالث: تشكيل محافظ المالية لصناديق الاستثمار:

قبل البدء بتشكيل المحفظة التي نرغب بها يجب أن نحدد العناصر الرئيسية التالية:[1]

- الأسواق التي سيتم الاستثمار فيها.
- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها من لك سوق.
- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من لك قطاع.

-الوزن النسبي لكل أصل من قيمة المحفظة.

وهناك طريقتين لتشكيل المحفظة الأولى تسمىTop down Approachوالتي من خلالها يتم ما يلي:[2]

- دراسة المؤشرات الاقتصادية للأسواق مثل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، الدين عجز الموازنة، سعر الصرف، التصنيف الائتماني للدولة.

- دراسة السوق المالي في الدولة من حيث السيولة، حجم التداول، القيمة السوقية، التعليمات التي تحكم الاستثمار الأجنبي، درجة تر زك السوق في عدد من الشركات من حيث القيمة السوقية وحجم التداول.

[1] سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص، 7،8.

[2] نفس المرجع، ص8.

– بناء محفظة متنوعة من الأسهم والسندات باستخدام عدد من المقاييس الإحصائية مثل الارتباط، الانحراف المعياري ومعامل بيتا.

– عمل مراجعة ربع سنوية لمكونات المحفظة.

والطريقة الأخرى تسمى Bottom up Approach والتي من خلالها يتم ما يلي:

– دراسة الأسهم الموجودة في عينة الرقم القياسي لأسعار الأسهم ثم القيام بعمليات تصفية هذه الأسهم.

– بعد اختيار عدد من الأسهم يتم تصفيتها وذلك بتقييم هذه الأسهم بطرق متعددة مثل طريقة خصم التدفقات النقدية، تقييم النسب المالية لهذه الأسهم مقارنة مع معدلات الصناعة التي تنتمي إليها.

– بعد ذلك يتم اختيار الأسهم بناء على قيمتها السوقية وتداولها.

– عند تشكيل المحفظة نضع الوزن الأكبر للأسهم التي تم اختيارها على أن يكون التنويع في اختيارها جيدا ثم وزن اقل في السندات والباقي نضعه لغايات المتاجرة بهدف استغلال الفرص التي قد تتاح.

– عمل مراجعة ربع سنوية لمكونات المحفظة.

وممّا يذكر بأنّ كأنه كلما كان التنويع أفضل كلمّا قلت المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر.[1]

[1] سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص 08.

المطلب الثاني: السياسات الاستثمارية لمحافظ صناديق الاستثمار.

السياسة الاستثمارية تساعد المستثمرين في وضع أهداف واقعية بعد الحصول على المعرفة اللازمة حول الأسواق المالية ومخاطر الاستثمار فهي ذات أهمية بالغة في بناء المحافظ في صناديق الاستثمار.

الفرع الأول: أهمية بناء سياسة استثمارية:

تحظى السياسة الاستثمارية بأهمية كبيرة بمثابة الخطة التي ستقود كل قرارات اللاحقة لمدير المحفظة والمستثمرين بما في ذلك قرار تخصيص الموجودات، حيث يعتمد تخصيص الموجودات بشكل أساسي على السياسة الاستثمارية، فالسياسة الاستثمارية هي خارطة الطريق وفيها يحدد المستثمرين نوع المخاطر المستعدين لتحملها وأهداف استثماراتهم ومحدداتها، حيث تمثل أداة تخطيط جيدة تساعد المستثمرين على فهم احتياجاتهم بشكل أفضل كما تساعد المدير في إدارة أموالهم، ورغم أنّها لا تمثل ضمان لنجاح الاستثمار، إلا أن بيان السياسة تزود المستثمرين بإيضاح عملياتهم الاستثمارية وتخفض من احتمالية الخطأ وعدم الملائمة في القرارات، وهناك عدّة أسباب تدعو لوضع السياسة الاستثمارية وهذه الأسباب هي:[1]

– تحديد الأهداف:

إن بيان السياسة الاستثمارية يساعد المستثمرين في وضع أهداف واقعية بعد الحصول على المعرفة اللازمة حول الأسواق المالية ومخاطر الاستثمار، فعند سؤال أي شخص عن أهدافه الاستثمارية فإن ا لجواب يكون عادة هو الرغبة في كسب الكثير من المال أو ما شابه، إن هذا الهدف له عقبتان:

الأولى أنّه غير ملائم للمستثمر والثاني أنّه مفتوح جدا بحيث لا يمكنه تقديم دليل محدد للاستثمار أو إطار زمني فهذا الهدف غير ملائم لشخص يستثمر الأموال في الأصول المالية والحقيقية على المدى الطويل أو المتوسط.

– فهم السوق:

تساعد السياسة الاستثمارية المستثمرين في فهم السوق بشكل أفضل، فعند قيامه بتحليل الأهداف

الواقعية والممارسة الفعلية لعملية ربط العوائد بالمخاطر فإنّ هذا المستثمر يتمكن من تحسين مستوى وعيه وإدراكه لطبيعة الأسواق المالية ويصبح أكثر تقبلا لحقيقة التذبذب الدراماتيكي التي قد تواجه جميع الأسواق المالية،

[1] عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، هيئة الأوراق المالية، الأردن ،2007، ص6،7.

وتاريخ الأسواق المالية حافل بالتذبذبات والسنوات الأخيرة شهدت عدّة أزمات متلاحقة من أزمة دول جنوب شوق آسيا 1997إلى أزمة 2006 لسوق الأسهم السعودي والأزمة المالية العالمية،2008 أزمة ديون دبي 2009 كل هذه الأزمة كان لها أثر على الأسواق المالية بصفة عامة رغم وجود تفاوت في حجم الآثار، فعلى سبيل المثال أيضا انخفاض مؤشر داو جونز في أكتوبر 1987 أكثر من 20% في يوم واحد وبالاطلاع على تاريخ الأسواق نجد أنه من الطبيعي أن تهبط الأسعار من 15% إلى 20%خلال عدة أشهر.[1]

– فهم احتياجات المستثمرين:

ومن الأسباب المهمّة لكتابة بيان السياسة هي مساعدة المستثمر على فهم احتياجاته وأهدافه ومحدداته الاستثمارية، وقد تبدو هذه النقطة بالنسبة للمستثمر غير ذات أهمية لأنّه يعتقد أنّه يفهم احتياجاته الذاتية بشكل جيد، ولكن ما أن يمسك بالورقة والقلم ويبدأ بتحليل وضعه تحليلا علميا وواقعيا فإنّه سوف يكتشف أن فهمه لاحتياجاته الذاتية قد تحسن فعلا وأصبح أكثر وضوحا من قبل، وأن هذا الفهم كان ينقصه الإلمام ببعض الحقائق البسيطة التي قد تكون غائبة عن ذهن المستثمر في بعض الأحيان.

إضافة إلى ذلك فإن المستثمر بحاجة إلى أن يتعلم حول الأسواق المالية ومخاطر الاستثمار وهذه الخلفية تساعده في تجنب القرارات الاستثمارية الغير الملائمة وتزيد من احتمالية تحقيقه لأهدافه المالية المحددة والقابلة للقياس، وخلاصة القول إن بناء السياسة الاستثمارية هو أساسا مسؤولية المستثمر.

– معيار أداء:

إن بيان السياسة الاستثمارية يوفر معيار للحكم على أداء مدير المحفظة، ولا يمكن الحكم على الأداء بدون معيار هدفي، ويوفر بيان السياسة المعيار الهدفي المطلوب، ويجب أن يقارن أداء المحفظة مع دليل محدد في بيان السياسة وليس مع إجمالي أداء المحفظة، فعلى سبيل المثال إذا كان المستثمر قليل التحمل لمخاطر فإن العائد الذي تحققه محفظته الاستثمارية يجب ألا يعتبر شيئا لمجرد أنّه كان أقل من عائد مؤشر سوق.

[1] عبد الرؤوف ربابعة، مرجع سبق ذكره، ص8.

– منافع أخرى:

من المنافع الأخرى التي يقدمها بيان السياسة الاستثمارية هو حماية المستثمر أمام مدير المحفظة بحيث يكون كل شيء واضح ولا يستطيع مدير المحفظة التنصل من مسؤولياته إذا حدث هناك أي تقصير، وكذلك من المنافع الأخرى أنه عند تغيير مدير المحفظة فإن المدير الجديد يستطيع المتابعة بنفس السياسة التي كان يتبعها سلفه وبدون أن يحدث هناك أي ارتباك نتيجة تغيير مدير المحفظة.

الفرع الثاني:السياسات الاستثمارية لمحافظ صناديق الاستثمار:

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية هي:[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، أمّا عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80%إلى 90 %من قيمة المحفظة.

– 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 قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80 %من رأس مال المحفظة.

– السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، ممّا 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

[1] طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص81.

السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى.

الفرع الثالث: استراتيجيات إدارة محافظ صناديق الاستثمار.

لقد بينت بعض الدراسات أن إدارة محفظة الأسهم لا تتطلب التركيز على اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية لتحقيق عوائد استثمار متنوعة، بل يمكن عمل ذلك من خلال قرارات تخصيص الموارد فعلى سبيل المثال يمكن تقسيم الأموال المعدّة للاستثمار بين مؤشرين أحدهما للسهم والأخر للسندات ومن ثم البدء في نقل الأموال بين المؤشرين اعتماداً على توقعات مدير الصندوق بالنسبة للأداء المستقبلي للسوق خلال الدورة القادمة، وتعرف هذه باستراتيجية Tactical Asset Allocation يعتمد نجاح هذه الاستراتيجية على التوقع الصحيح لتحركات السوق ككل بدلاً من الحاجة إلى توقع اتجاهات الأسعار بالنسبة للشركات كل على حدة.

وبشكل مشابه فإن استراتيجية Insured Asset Allocation تحاول تحديد خسائر الاستثمار من خلال مناقلة الأموال المعدّة للاستثمار بين الأسهم والسندات الخالية من المخاطر اعتماداً على التغير في ظروف السوق.[1]

1-الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الأسهم إلى طريقتين وهما الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة لمحفظة الأسهم، وتمثل الإدارة الساكنة لمحفظة الأسهم استراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى، وعادة ما يتم محاولة مجاراة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولان الهدف يكون بهذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك تعبير indexing ويجب الانتباه عند استخدام هذه الاستراتيجية إلى أن مجاراة المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة، وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر.[2]

إن الهدف من تكوين محفظة مؤشر ليس التغلب على هذا المؤشر وإنّما مجاراته من حيث العائد، لذا

[1] عبد الرؤوف ربابعة، مرجع سبق ذكره، ص23.

[2] نفس المرجع، ص24.

فإن الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قُرب أو بُعد عائد المحفظة من عائد المؤشر.

أما بالنسبة للإدارة النشطة للمحفظة فإن هدفها هو التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، لذا فإنّه من يدير محفظة أسهم وفق هذه الاستراتيجية يلجأ باستمرار إلى تغيير مكونات المحفظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها محفظة السوق ككل، وإن اختبار أحد الاستراتيجيتين يعتمد على طبيعة السوق وطبيعة المستثمر ومدى إيمانه بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعّرة بقيم عادلة (من وجهة نظر المستثمر) فإنه ليس هناك حاجة لإتباع استراتيجية الإدارة النشطة وما يترتب عليها من تكلفة إضافية تتمثل بعمولات البيع والشراء والإدارة والمتابعة، أما إذا كان اعتقاد المستثمر نأب الأسعار في السوق ليست مقيّمة بقيمتها العادلة وبإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل لمعلومات السوق شراء أسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق فإنه سيتبع استراتيجية الإدارة النشطة، وهنا فإن عليه أن يحقق عائد أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي سيتكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة.[1]

ثانيا :أساليب استراتيجية الإدارة الساكنة:

يمكن من خلال استراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الاستراتيجية وهي كما يلي:[2]

– أسلوب المحاكاة الكاملة:

وفي إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماماً لمؤشر الأسعار أي أنّه يقوم بشراء نفس الأسهم المكونة للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها المؤشر أيضا، ومن الجدير بالذكر أن إتباع هذا الأسلوب يتطلب من المستثمر إعادة استثمار الأرباح الموزعة على استثماراته في نفس مكونات المحفظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغير في مكونات المؤشر وذلك ليقوم بعكس هذا التغير على مكونات محفظته.

ويعاني هذا الأسلوب في تنفيذ الاستراتيجية الساكنة من عيبين جوهريين وهما:

– أن المستثمر يكون بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر).

[1] عبد الرؤوف ربابعة، مرجع سبق ذكره، ص24.

[2] سمير محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص122.

– إن إعادة الاستثمار للأرباح الموزعة قد لا تكون ممكنة بدقة، كما أن هناك عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.

– أسلوب المعاينة:

نظراً للعيوب التي تكتنف أسلوب المحاكاة الكاملة فإن بعض المستثمرين قد يفضلون إتباع أسلوب العينة في محاكاة المؤشر وذلك اعتماداً على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب وتقول بإمكانية الاعتماد على نتائجه، وهنا فإن المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر وبالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد محفظته مطابقة تماماً لعائد المؤشر.[1]

– أسلوب الانتقاء:

ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر يقوم باختيار مجموعة من الاستثمارات الاستراتيجية ليتم شراؤها والاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمداً على ما توفره هذه الاستثمارات من أرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائداً معقولاً يتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات، ويقع ضمن هذا الأسلوب الاستثمار في صندوق للاستثمار المشترك يكون بمواصفات معينة ومعلومة للمستثمر وتتناسب مع أهدافه واحتياجاته الاستثمارية.

ثالثا: أساليب استراتيجية الإدارة النشطة.

إن هدف الإدارة النشطة لمحفظة الأسهم هو كسب عائد أكبر من عائد السوق مضافاً إليه أيّة عمولات إضافية، لذا فإنه من الطبيعي أن تكون المخاطر أكبر في هذه الحالة.

ويمكن تنفيذ هذه الاستراتيجية بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني للأسهم ووفقاً للأساليب التالية:

– أسلوب توقيت السوق.

ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأذونات اعتماداً على تنبؤاته لاتجاهات السوق.

– الأسلوب القطاعي.

وهنا يقوم المستثمر بنقل الأموال بين قطاعات الأسهم المختلفة الصناعية والخدمية والمالية كالاستثمار في أسهم العقارات مثلاً ثم الانتقال إلى أسهم النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر للسوق.

[1] سمير محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص123.

– أسلوب البحث عن الأسهم.

ويقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعّرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر القليل والبيع على السعر الأعلى.

المطلب الثالث: طرق تقييم محافظ صناديق الاستثمار.

توجد هناك العديد من النماذج لتقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار، سواء كانت هذه الأساليب أو النماذج بسيطة أو مركبة لقياس أدائها.

الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

أولا: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ:[1]

– إن قياس القيمة الصافية لأصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية وليس على أساس تكلفتها التاريخية.

– أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل "بيتا" للمحفظة بعين الاعتبار.

– يجب أن تتم عملية التقييم والأداء في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة.

– كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية.

– أن يتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها مؤشر، (Dow Jones) مؤشر (Standard& poor) ...

[1] محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص139،140.

ثانيا–تصنيف أداء مدير المحفظة

يمكن تصنيف أداء مدير المحفظة ضمن إحدى المستويات التالية:[1]

– أداء مقبول.

– أداء جيد.

– أداء غير مقبول.

أما الأداة المستخدمة في هذا التنصيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق والذي يمثل العلاقة بين متوسط العائد على الاستثمار في السوق ومتوسط المخاطرة المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي:[2]

$$R_p^* = R_f + \alpha\delta_p^*$$

حيث:

R_p^*: معدل العائد المرجح للمحفظة.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

α: معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد.

δ_p^*: المخاطر المرجحة للمحفظة.

ويتم تصنيف أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو التالي:

– إذا كان R_p^* مساويا تماما للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء مقبولاً.

– إذا كان R_p^*العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه جيداً.

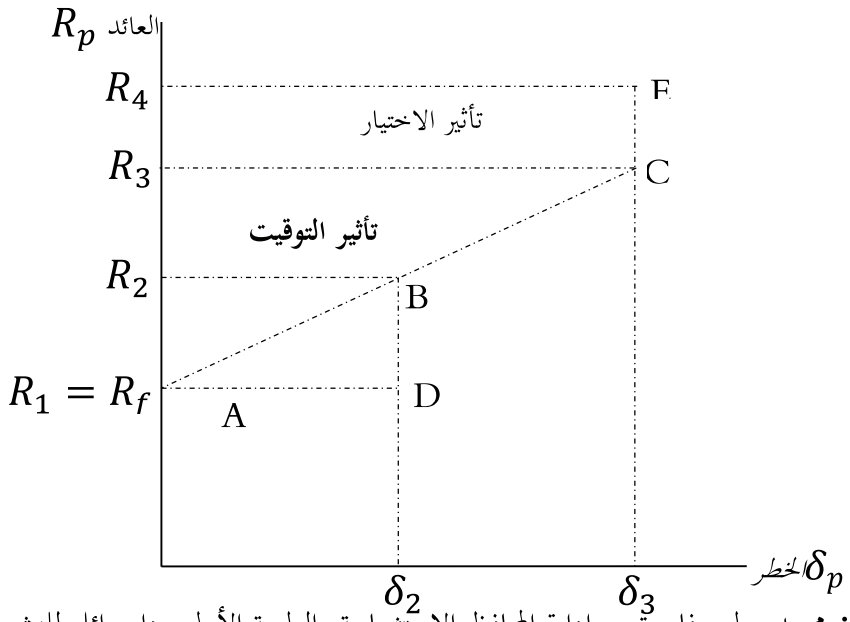
– إذا كانR_p^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة السوق يكون أداءه ضعيفا وغير مقبول.

ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل أدناه:

[1] محمد مطر، فايز تيم مرجع سبق ذكره، ص186.

[2] نفس المرجع، ص187.

الشكل رقم (09): تصنيف أداء مدير



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 194..

يتضح من الشكل:[1] أن خط ABCيمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل R_f أي أن العائد عديم (خالي) من المخاطرة.

– أداء مديري المحفظة Aمقبول لأنه استطاع تحقيق R_1 والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة.

– كما أن أداء مدير المحفظة Bهو الآخر مقبول لأنه حقق عائد R_2 بمخاطر مقبولة هي δ_2 كما أن أداء مدير المحفظة Cهو الآخر مقبول طالما أنه يمكن من تحقيق عائدR_3 وفقا للمخاطرة المقبولة لمستوي هذا وهي δ_3 .

– أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول، لأنه لم يحقق سوى العائدR_1 وذلك بمستوى مخاطرة، δ_2 علما بأن المفروض به أن يحقق نفس معدل العائد ولكن بدون أي مخاطرة.

– وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة Eكان جيدا، لأنه تفوق على أداء السوق محققاً عائداً R_4 بمستوي مخاطرة δ_3 فقط.

[1] محمد مطر، فايز تيم مرجع سبق ذكره، ص188،189.

– بمقارنة أداء مدير المحفظتين Bو Cيمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المستثمر Eعن المستثمرC بما يعرف بتأثير إدارة المحفظةManagement Influenceوذلك بفضل عاملين هما:

أ–تأثير التوقيت: ويقصد به أن مدير المحفظة Eاستعمل الوقت بطريقة كفؤة، وذلك عن طريق تغيير حساسية (المحفظة معامل بيتا)، وذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) منخفض أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها.

ب–تأثير الاختيار: يقصد بذلك قدرة مدير المحفظة Eعلى اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي.

الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار

ترتكز نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار على أسلوبين هما:

1–النموذج البسيط: وفقا هذا النموذج يتم قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق من خلال نشر الصناديق ذات النهاية المفتوحة يوميا لقيمة الموجودات الصافية للأسهم، وعليه بمقتضاه يتم اختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائيا، ويقوم هذا الأسلوب على فرض أساسي وهو أن المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمارات تنخفض كلما تنوعت الاستثمارات التي تضمها المحفظة، على أساس أن توزيع المبلغ المتاح على عدد أكبر من الاستثمارات يمُكن إلى حد ما تجنب بعض المخاطر الاستثمارية.

والتنويع البسيط ذو فائدة محدودة في تخفيض المخاطر، ويقوم هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك باعتماد على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة. وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد.[1]

[1] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص 382، (بتصرف).

ويمكن قياس معدل العائد وفق المعادلة التالية:[1]

$$\mathrm{R} = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_c}{P_1}$$

P_0: قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء).

P_1: قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)

D : توزيعات الأرباح.

D_c: معدل العائد على الاستثمار.

$(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية.

ويمكن للمستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

2-الأساليب الكمية (الأسلوب المزدوج).

يتم قياس مستوى أداء صناديق الاستثمار على أساس الأساليب الكمية بإدخال كل من العائد وفي الحساب، ومن أبرز هذه النماذج ما يلي: [2]

أ-نموذج شارب Sharpe Model (أسلوب المخاطر الكلية): يهدف هذا النموذج المركب إلى أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطل المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد ،وهو يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية المكونة الصندوق نظير كل وحدة من المخاطر الكلية التي تنطوي عليها استثمارات المحفظة.[3]

ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط:

[1] فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، طبعة الأولي، عمان، الأردن، 2012، ص184.

[2] دريد كامل آل شبيب، الأسوق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص322.

[3] نفس المرجع، ص322،323.

- معدل العائد الخالي من المخاطر

- متوسط معدل العائد للصندوق

- المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة δالانحراف المعياري، وبذلك يقاس المؤشر لكل صندوق كما يلي:[1]

$$S = \frac{(R_p - R_f)}{\delta_p}$$

حيث:

S: تمثل مؤشر شارب.

R_p: تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f: تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

δ_p: يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد.

على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق.

ب-نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة) :Treynor's Perfermance model's1965 يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يفترض التنويع الجيد للمحفظة وبالتالي يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة). وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية (مخاطرة السوق) باستخدام معامل βكمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة.[2]

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 240.

[2] محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص239.

ويمكن حساب معادلة النموذج على النحو التالي:[1]

$$T = \frac{(R_p - R_f)}{\beta}$$

حيث:

T : تمثل قيمة المؤشر.

R_p: تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

ويحسب β بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{(covR_p - R_m)}{\delta_m^2}$$

R_m: تمثل عائد السوق.

δ_m: تمثل الانحراف المعيار لعائد السوق.

β: مقياس مخاطر السوق.

ج-نموذج جنسن:Jensen's Model : تقوم فكرة هذا النموذج المعروف بـ معامل ألفا على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد:[2]

المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعاملβ في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة مخاطرة السوق.

وإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

[1] الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد4، العدد7 ،2011، ص32.

[2] رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار النشر، بدون بلد النشر، 2007، ص267.

وعليه يمكن إعداد المعادلة على النحو التالي:

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

حيث: [1]

R_p: عائد الصندوق.

R_f: تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

α: تمثل عائد السوق.

وتشير المعادلة إلى أن معاملα إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل αيساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

د- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) Risk adjusted Performance.

قدم (Leah&frcanco Madigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج، (M^2) نسبة إلى الأحرف الأولى من أسميهما، حيث أن مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار الاستثمارية، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمراً صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقيم محفظة استثمارية أمراً سهلاً.

ويمكن صياغة معادلته كما يلي:[2]

$$ARP = R_f + (\overline{R_p} - R_f)\left[\frac{\delta_m}{\delta_p}\right]$$

حيث:

ARP: معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\overline{R_p}$: متوسط عائد المحفظة.

[1] رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص268.

[2] جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، طبعة الاولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص25.

δ_m: الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

δ_p: الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\left[\frac{\delta_m}{\delta_p}\right]$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $\left(\overline{R_p} - R_f\right)$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر ARP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

3-جوانب أخرى لقياس أداء صناديق الاستثمار.

هناك جوانب أخر لقياس الأداء يمكن إيجازها فيما يلي:[1]

أ-المحافظة على مستوى المخاطر: هو يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوي المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق. وذلك بالمقارنة مع مستوي المخاطرة المحدد في الهدف من إنشائه.

ويقصد بها مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوي المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق،

وذلك بمقارنة مع مستوي المخاطر المحدد في هدف إنشائه.

ب-قياس مستوى التنويع: يضمن التنويع الجيد لتشكيلة الأوراق المالية في محفظة صناديق الاستثمار تقليل المخاطرة إلى حدها الأدنى. من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار، المستوى العالي من التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، الأمر الذي يجعل الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق هي على مستوى عال من التنويع.

ج-قياس متوسط معدل العائد مع مؤشرات أخرى: إذ يتم بالمقارنة بين متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة مثل مؤشر ستاندر آند بورز أو مؤشر داو جونز.

د-قياس تكاليف الاستثمار: وذلك بهدف تقليل هذه التكاليف ما أمكن من أجل تحسين أداء الصندوق.

[1] محمد عبدو، مرجع سبق ذكره، ص164.

خلاصـــة الفصل

يعتمد تكوين محفظة مالية على التنويع في الأصول، ويعتبر التنويع أسلوباً لمواجهة المخاطر الاستثمارية وتحقيق مستوى معين من العائد، ويأخذ التنويع عدة أشكال سواء كان تنويعاً من جهة الإصدار،

أو تنويع تواريخ الاستحقاق، وعليه يمكن قياس أداء أصول محافظ صناديق الاستثمار وفق نماذج (الأسلوب البسيط أو الطرق الكمية) لحساب العائد والمخاطرة، وتفضيل المحفظة التي تعود بعائد أكبر مع أقل مخاطرة.

ويعد بناء محافظ صناديق الاستثمار وإدارة الاستثمار فيها بين العائد والمخاطر من أهم خطوات نجاح الصندوق، معتمدة على التنويع وهي إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمرون للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية، وتحظى السياسة الاستثمارية بأهمية كبيرة فهي بمثابة الخطة التي ستقود كل القرارات اللاحقة لمدير المحفظة والمستثمرين بما في ذلك قرار تخصيص الموجودات، كما تعتمد استراتيجية إدارة محافظ صناديق الاستثمار على نوعين وهما:

الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة، حيث تمثل الأولى استراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى أما

الثانية فإن هدفها هو التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين.

تعتمد صناديق الاستثمار على تكوين المحتفظ المالية التي تأتي بأفضل عائد للمستثمر فيها وتكون أقل خطر مما تساعد صغار المستثمرين الذين يفتقرون للخبرة للبقاء في لسوق المالي وتكوين رأسمال.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في كل من بورصة مصر والجزائر (دراسة تطبيقية)

تمهيد:

تمارس الأسواق المالية دورا مهما في الحياة الاقتصادية، فهي تقوم من خلال الأدوات المالية الاستثمارية بتجميع وتعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وبالتالي فهي بالنسبة لهذا الأخير مصدر للتمويل، وبالنسبة لأصحاب الفوائض المالية مصدراً للفرص الاستثمارية من أجل توظيفها.

وعلى الرغم من تعدد الأوراق المالية المتداولة في السوق إلا أنه يلاحظ عليها أنها تلائم كبار المستثمرين الذين لديهم الخبرة والدراية بأسواق المال، سواء كانوا أفراد أو مؤسسات. بدأت صناديق الاستثمار في مصر منذ عهد ليس ببعيد وتعد أحد روافد السياسة الاقتصادية التي تم إتباعها في العقدين الأخيرين، وهي تعد أحد فروع القانون 95لسنة 1992قانون سوق رأس
المال الذي من أجل إيجاد أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

لقد أضحت صناديق الاستثمار 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 شمولا يواكب التغيرات. ويتمثل هذا الدور الذي تلعبه هذه الصناديق ألا وهو تجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم باستثمارها في البورصة، وبالتالي تساهم الصناديق في خلق طلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها، كما تساعد في تطوير المحافظ المالية إذ يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة حيث أنها تتولى عمليات الترويج والبيع والشراء، وهو ما يؤدي 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 لمدفوعات وعلى الجنيه المصري، رغم أن قدرات الاقتصاد المصري ضعيفة جدا مقارنة بقدرات الاقتصاد الجزائري.

وهذا ما سوف نعرضه من خلال التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في البورصة المصرية.

المبحث الثالث: البورصة الجزائرية وملامح صناديق الاستثمار فيها.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية.

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 دعامات الاقتصاد في أي دولة وتطورها يعد خطوة للتقدم.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر

تعد البورصة المصرية من اعرق أسواق المال العربية حيث تعود بدايتها الي تأسيس اول شركة للمساهمة في 1750 ومنه بدا التفكير في انشاء سوق مالي مصري.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في مصر

تكونت أول شركة مساهمة في مصر عام 1750م، وبتكون شركات المساهمة المصرية بدأ التفكير في إقامة بورصات في مصر من أجل مزاولة 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 1802حتى ،1903حين أقيمت أول بورصة رسمية في القاهرة بعدما بلغ عدد شركات المساهمة حوالي (79) شركة يتم التعامل على أسهمها برأس مال 29مليون جنيه مصري ووضعت لها الحكومة المصرية القوانين واللوائح المنظمة لها، وكان للبنك الأهلي المصري باعا في دفع عملية إنشاء البورصة[1]. وفي عام 1904استقلت بورصة الأوراق المالية ليكون اختصاصها فقط في تداول الأسهم والسندات، واقتصرت بورصة العقود على التعامل في القطن وغيره من البضائع والسلع، وفي عام 1907تم بناء مبنى خاص بجمعية السماسرة.

[1] الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي، 1984ص 14،15.

وفي الثامن من نوفمبر عام 1909قامت 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 1910 ومنذ ذلك التاريخ لم تعد البورصة من شأن التجار والسماسرة وحدهم، وقد عالج هذا الأمر العال جميع أنواع البورصات المتعلقة بالبضائع وبالأوراق المال، وتشمل نشاط بورصات التعامل الحاضر وكذلك بورصات أو نشاط التعامل بالأجل ووضع لكل ضوابطه وإحكامه الأساسية.[1]

وقد توقفت البورصة عن العمل خلال الحرب العالمية الأولى في الفترة من سنة 1914حتى1916 وفي عام 1917تم 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 1955من 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 1973تطبيق 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 1974من 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 1976الذي 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

[1] الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي، 1984ص 15،18.

العام للحيازة".[1]

ثم صدر القرار الجمهوري رقم (520) لسنة 1979بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال لتنظيم سوق المال المصري وتوجيه رؤوس الأموال للتنمية.

وفي عام 1989صدر قانون سوق المال رقم (230) من اجل العمل على تشجيع إنشاء الشركات المساهمة وجذب المدخرات.

ثم صدر قانون سوق المال رقم (95) لسنة 1992 واللائحة التنفيذية الخاصة به رقـــم (135) سنة 1993واللذان صدرا لمعالجة المعوقات والسلبيات التي واجهت سوق رأس المال في الفترات لسابقة لصدوره ولمواكبة المتغيرات الاقتصادية العالمية والمحلية التي حدثت خلال تلك الفترة.

وقد شهد عام 1995نشاطا ملحوظا في سوق رأس المال المصرية، حيث بدأت عملية الخصخصة وبيع بعض شركة قطاع الأعمال العام.[2]

كما صدر القرار الجمهوري رقم (51) لسنة 1997والذي حدد الجهات المسؤولة عن الرقابة على بورصتي القاهرة والإسكندرية ومعاملاتها المالية.

[1] حسني خليل محمد، تطوير وتنمية سوق المال بمصر، المؤتمر العلمي السنوي المدخرات في مصر، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 1989، ص 27.

[2] منشورات وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية، 1992-2001 جمهورية مصر العربية، 2002، ص60.

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهيئات العاملة فيه[1]

ينظم سوق المال المصري وفق مجموعة من القوانين واللوائح التنظيمية تحدد مبادئ العمل في البورصة وكذا تنظيم الهيئات وتقسيم الصلاحيات وهذا ما سنتناول في هذا مطلب.

الفرع الاول: تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر.

طبقا لقانون رقم121 لسنة 1989فإن 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 العاملـــة في مجال الأوراق المالية والتي يصدر بتحديدها 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 السمسار المراسل من خلال سمسار مصري ويشترط المعاملة بالمثل.

2-إدارة البورصة: يتم إدارة البورصة من خلال عدة أجهزة وتتمثل 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 الرئيسين 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.

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 69.

ب –مكتب لجنة البورصة: ويتكون مكتب لجنة البورصة من رئيس للمكتب ونائب له، وأمينا للصندوق، 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 الرئيسين 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–سماسرة الأوراق المالية ومعاونيهم:

أ–السمسار: هو أخصائي في الشؤون المالية ولديه الخبرة والكفاءة اللازمة للتعامل داخل الأسواق المالية والبورصات وخاصة في الأوراق المالية.[1]

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 مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية، ولا يجوز للسمسار أن يعقد صفقاته باسمه أو لحسابه أو لحساب أي من أقاربه، وان يكون محايدا تماما في عقد الصفقات

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 73.

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 متضامنا مع وسطائه ومندوبيه تضامنا ماليا لأي غرامات قد تقع عليهم.[1]

كما يجب أن يكون أمينا 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 وتتمثل في النقاط التالية:

- أن يكون مصريا بالغا من العمر خمسة وعشرين عاما كاملة.
- أن يكون متمتعا 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 جنيها منها ثلاثة آلاف على الأقل نقدا.
- أن يجتاز بنجاح امتحانا تحريريا وشفويا أمام لجنة القبول، للتأكد من قدرته وتوافر المعلومات الكافية لمزاولته المهنة والوفاء بحاجة عملائه.
- ألا يمارس أي أعمال تجارية غير البورصة (فلا يحق له أن يكون مستشارا آو خبيرا بأحد الشركات أو المصارف، كما لا يحق له أن يكون عضوا 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 مندوبا رئيسيا أو أن يكون قد عمل لمدة أربع سنوات وسيطا في البورصة.[2]

ج-يتم الإصدار من خلال الدعوة العامة للاكتتاب في الأسهم المصدرة.

الفرع الثاني: شروط القيام بالاكتتاب في البورصة المصرية.

- **الشرط الأول:** ألا يقل رأس المال المصدر للشركة المساهمة أو التوصية البسيطة عند التأسيس عن مليون جنيه.
- **الشرط الثاني:** ألا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر.

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 74.

[2] شريط صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص242.

الشرط 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 الرسمي.[2]

الفرع الثالث: شروط مطلوبة لقيد ورقة مالية في بورصة المصرية

تتوقف الشروط تبعا لنوع الأوراق المالية من حيث كونها أسهم أو سندات

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.

– 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.

[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، 1991ص، 09.

ب-الشروط المطلوبة لقيد 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 لقيد 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 للقيد 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.

الفرع الرابع: 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)

وبدأ العمل بهذا المؤشر في الثاني من جانفي من عام، 1992ويدرج به كل الأسهم المقيدة في البورصة مرجحة لوزنها النسبي في السوق (مرجحة برأس مالها السوقي)، إلا أن هذا المؤشر مؤشر مظلل حيث أن نسبة كبيرة جدا من الشركات المقيدة في البورصة هي شركات مغلقة ولا يتم التداول عليها أخذها في الحسبان يعطي مؤشرا غير حقيقيا لما يحدث في البورصة.

2-مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية:[1] (CASE30**)

بدأ العمل بالمؤشر في 1جانفي 1998بقيمة ألف وبدأ نشره في 1فبراير 2003 نتيجة لأنه قد تم احتسابه بأثر رجعي لمدة خمس سنوات وقد صدر المؤشر بدلا من مؤشرين آخرين هما CASE50لإجمالي العائد وCASE50للسعر والذي بدأ العمل بهما في 1جانفي 2000 وتوقف العمل بهما في 31جانفي2003.

[1] تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام، 2003، ص 10.

*CMAI: The Capital Market Authority Index

**CASE30: Cairo& Alexandria Stok Exchanges Index

ولـ CASE30بعض 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 60يوم على الأقل.

– يرجح المؤشر برأس المال السوقي المعدل لكل شركة في المؤشر بعد اخذ الأسهم حرة التداول 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 Holdingبين الشركات والتي تصل إلى % 30أو أكثر عند اختيار الثلاثون شركة.

– تتم مراجعة المؤشر مرتان سنويا أخر (جانفي وأخر جويلية) لإجراء التعديلات والاستبعادات والإضافات من الشركات.

3–مؤشر مجموعة هيرمس المالية:(HFI*)[1]

وقد بدأ العمل به في جانفي 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:(EFGI)**

وقد بدأ العمل به في 2جانفي 1993ويتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر.

5–الهيئة العامة لسوق المال في مصر

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[2] والاعتراض على القرارات التي تصدرها الجمعية العامة ولجنة البورصة إذا أصدر منها ما يخالف قوانين

[1] المجموعة المالية هيرمس لإدارة الأصول، صناديق الاستثمار الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرية المجموعة، 2007، ص 06.

[2] وزارة الاستثمار، الهيئة العامة لسوق المال، منشورات الوزارة، 1991، ص 04.

*HFI: Hermes Financial Index.

**EFGI: Egyptian Financial Group.

البورصة أو لوائحها، إلا انه بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال أصبحت الهيئة هي المسؤولة عن تلك المهام.

تأسست الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم 520عام 1979ولكنها لم تتولى كامل مهامها إلا بحلول التسعينات مع صدور قانون سوق رأس المال رقم 95لسنة 1992ولائحته 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 5مليار جنيه مصري عام 1990 إلى 656.2مليار جنيه مصري بنهاية عام ،2005 إلى بنهاية عام 2015.

تتمثل أهم مهام الهيئة العامة لسوق المال في:[1]

– تشجيع قيام أسواق أولية وثانوية 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 تنفيذا له، وقانون الإيداع والقيد 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 طبقا 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.

[1] خالد محمد يسري الموازيني، البورصة في مصر 1995 الخصائص، مؤشرات النجاح، منشورات مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، 1996، القاهرة، ص18.

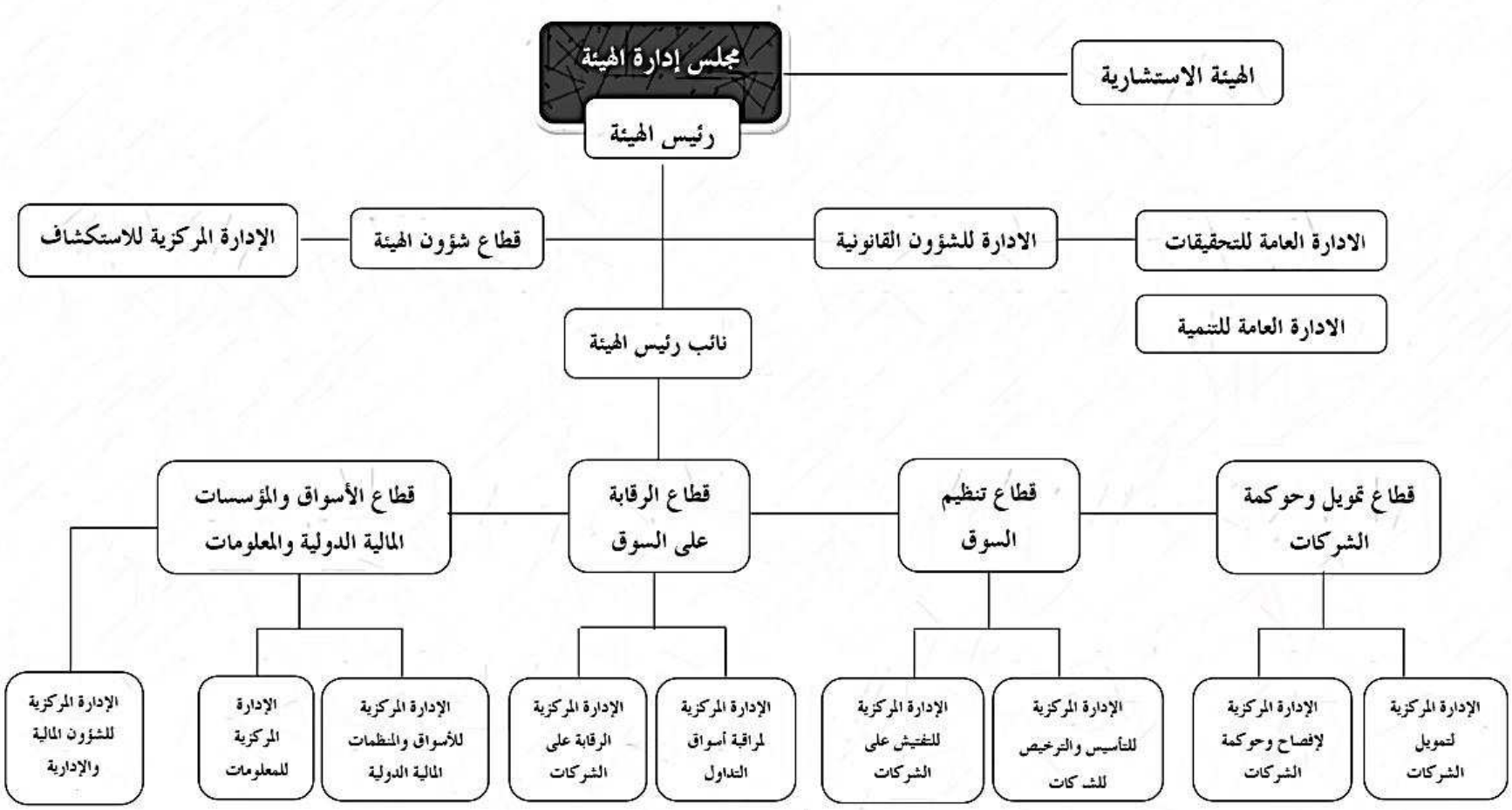
– دعم نمو وتطور سوق المال في مصر ويشمل ذلك تشجيع إدخال أدوات مالية واليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين

– حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة لقوانين ولوائح البورصة أو للصالح العام.

– 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 انجاز تعاملاتهم بأمان وكفاءة واقل تكلفة.

وفيما يلي الشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال في مصر.

-شكل رقم (10): الهيكل التنظيمي لهيئة سوق المال في مصر.



المصدر: غادة إبراهيم هاشم، دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق، رسالة دكتورة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2007، ص 116

المطلب الثالث: تقيم أداء البورصة المصرية من 2010الي 2017.

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.

الفرع الأول: تقيم أداء البورصة المصرية من حيث الادراج والتداول.

الجدول رقم (1): تطور سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة من(2010-2017)[1]

السنـــــــة	حجم التداول	قيمة التداول (مليار جنيه م)	رأس مال السوق (مليار جنيه م)
2010	33	273	321.3
2011	18.5	130.5	148
2012	34	166.5	185
2013	29	146.1	162
2014	57	265	291
2015	45	226	248
2016	69	265	285
2017	78	295	332

المصدر: تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

[1] تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

الجدول رقم (2): أداء الشركات المقيدة في السوق الرئيسي المصري من 2010الى نهاية 2017

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المقيدة	212	213	213	212	214	221	222	222
عدد الشركات المتداولة	211	204	204	206	206	217	213	213
*راس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه)	488	294	376	427	500	430	602	825

المصدر: تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

الجدول رقم (3): عدد أيام التداول ومعدلات دوران الأسهم ومتوسط قيمة التداول اليومي في البورصة المصرية خلال سنوات دراسة (2010-2017).[1]

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد أيام التداول	247	^207	245	243	244	244	245	244
**معدل دوران السهم %	41	32	29	21	38	27	30	31
متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليون جنيه.م)	1,300	716	755	666	1,192	1,014	820	1,183

المصدر: تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

[1] المصدر: تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

*رأس المال السوقي= عدد الأسهم المقيدة Xسعر السوق في نهاية العام

** معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقي.

^ تم البدء في تداول في بورصة النيل ابتدأ من 2010/06/03.

التعليق على جداول السابقـــة.

من الجداول السابق يتضح لنا مدى تطور السوق المصري للأوراق المالية منذ عام 2010حتى نهاية2017 من خلال أيام التداول في كل سنة مع دوران معدلات الأسهم وقيم التداول اليومي وعليه يمكن تفصيل هذه التغيرات حسيب كل سنة كأتى.

في عام: 2010

سجلت البورصة المصرية إجمالي قيمة تداول قدرها 321 مليار جنيه خلال عام 2010 مقارنة بنحو 448 مليار جنيه خلال العام الماضي، كما حققت كمية التداول نحو 33 مليار ورقة مالية خلال عام 2010 مقارنة بنحو 37 مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو 10 مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 15 مليون عملية خلال عام2009.[1]

هذا وقد سجلت قيمة التداول في السوق الرئيسي نحو 273 مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 334 مليار جنيه خلال عام 2009، كما سجلت كمية التداول في السوق الرئيسي نحو 28 مليار ورقة مقارنة بنحو 29 مليار ورقة خلال العام الماضي، والجدير بالذكر أن السوق الرئيسي قد سجل اجماليات تداول خلال عام 2010 تقترب من تلك التي تم تسجيلها العام الماضي وذلك بعد استبعاد الصفقات، حيث حقق قيمة تداول قدرها 264 مليار جنيه مقارنة بنحو 290 مليار جنيه العام الماضي.

كما سجل كمية تداول بلغت 27 مليار ورقة مقارنة بنحو 28 مليار ورقة تم تسجيلها خلال عام 2009 بعد استبعاد الصفقات.

وفي عام :2011.

شهدت البورصة المصرية انخفاضا ملحوظا في أحجام التعاملات خلال عام 2011 حيث حققت قيمة تداول قدرها 148 مليار جنيه مقارنة بنحو 321 مليار جنيه خلال العام الماضي (ولصحة المقارنة يجب الأخذ في الاعتبار أن البورصة المصرية قد توقفت عن العمل بعد الثورة المصرية لمدة 55 يوم تقريبا). كما حققت كمية التداول تراجعا مماثلا لتصل إلى نحو5. 18 مليار ورقة مالية خلال عام 2011 مقارنة بنحو 33 مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو6.5 مليون عملية خلال هذا العام مقارنة

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2010، ص17.

بنحو 10 مليون عملية خلال عام 2010، ويلاحظ أن أحجام التعاملات كانت في ارتفاع متزايد بعد الثورة وحتى شهر جوان، ويعد ذلك بدأت بالانخفاض بشكل ملحوظ حتى وصلت إلى أدنى مستوياتها في ديسمبر 2011، والذي يعتبر واحد من أدنى مستويات البورصة على مدار عدة سنوات.[1]

وفي عام :2012.

شهدت البورصة المصرية تحسنا في أحجام التعاملات خلال عام 2012 حيث حققت قيمة تداول قدرها 185 مليار جنيه مقارنة بنحو 148 مليار جنيه خلال العام الماضي، كما حققت البورصة المصرية كمية تداول قياسية بلغت 34 مليار ورقة مالية خلال عام 2012 مقارنة بنحو 18.5 مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو 6 مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 6.5 مليون عملية خلال عام 2011، وتفصيلا لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة 166.5 مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 131 مليار جنيه خلال عام 2011، والجدير بالذكر أنه تم تنفيذ صفقة على أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول في السوق الرئيسي بقيمة 10 مليار جنيه في مايو 2012، كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 33 مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 17 مليار ورقة مالية في عام 2011.[2]

وفي عام :2013.

حافظت البورصة على معدلات تداول تقترب من معدلات العام السابق وتزيد من مستويات عام 2011 حيث حققت قيمة تداول قدرها 162 مليار جنيه مقارنة بنحو 185 مليار جنيه خلال العام الماضي و148 مليار جنيه خلال 2011، كما حققت البورصة المصرية كمية تداول بلغت 29 مليار ورقة مالية خلال عام 2013 مقارنة بنحو 34 مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو 5 مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 6 مليون عملية خلال عام 2012.[3]

وتفصيلا لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة 146 مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 166.5 مليار جنيه خلال عام 2012، والجدير بالذكر أنه تم تنفيذ صفقة على أسهم البنك الأهلي سوسيتي جنيرال في السوق الرئيسي بقيمة 17 مليار جنيه في

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2011، ص17.

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2012، ص18.

[3] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2013، ص10.

مارس 2013، كما تم تنفيذ صفقة على أسهم أوراسكوم للإنشاء والصناعة في السوق الرئيسي بقيمة 11 مليار جنيه في جويلية 2013

كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 27 مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 33 مليار ورقة مالية في عام 2012، أما سوق خارج المقصورة فقد حقق قيمة تداول قدرها 15 مليار جنيه مقارنة بنحو 18 مليار جنيه العام الماضي.[1]

وفي عام :2014.

شهدت معدلات التداول التي سجلتها البورصة المصرية عام 2014 ارتفاعاً ملحوظاً لتسجل أعلى مستوياتها منذو2010 حيث حققت قيمة تداول قدرها 291 مليار جنيه مقارنة بنحو 162مليار جنيه خلال العام الماضي، كما قفزت أحجام التداول خلال العام لتحقق نحو 57مليار ورقة مالية وهو أعلى مستوى تحقق للبورصة المصرية على مر تاريخها، وهو ضعف المتحقق في 2013، ويقترب من المتحقق في 2012، 2013مجتمعين، والجدير بالذكر أنه للمرة الأولى تزيد كمية التداول عن ضعف كميات التداول المحققة قبل الأزمة العالمية وهي أعلى مستويات حققتها البورصة سابقاً، هذا وقد سجلت عدد العمليات ما يزيد عن 7.3مليون عملية خلال هذا العام وهو أيضا أعلى مستوى للتعاملات منذ 2010.[2]

وتفصيلاً لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة 265مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 146مليار جنيه خلال عام 2013، كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 56مليار ورقة مالية مقارنة بنحو27 مليار ورقة مالية في عام 2013، والجدير بالذكر أن قيمة التداول في الأسهم (فقط) بعد استبعاد الصفقات قد سجلت ما يزيد عن 189مليار جنيه ولكن مع ذلك يظل أعلى مستوى لقيم التعاملات منذ 2010ويزيد بأكثر من 102مليار جنيه عن قيم التعاملات المحققة في 2013، ويقترب من إجمالي قيم التداول المنفذة في 2012، 2013مجتمعة.

وفي عام :2015.

بالرغم من الأوضاع التي شهدتها الأسواق خلال عام 2015، إلا أن السوق المصري قد حافظ على ثاني أفضل أداء من بعد ثورة 2011 فيما يتعلق بإجماليات التداول، حيث حقق إجمالي التداول في السوق

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2013، ص10

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2014، ص30

نحو 248مليار جنيه وهو إن كان يقل عن مستوى العام السابق عليه والذي بلغ نحو291مليار جنيه إلا أنه مازال أعلى من مستوى 2013 بنحو 53%.

أما أحجام التداول فقد حققت ما يزيد عن 45مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 57مليار ورقة مالية. بينما سجلت عدد العمليات ما يزيد عن 4.9مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 7.3مليون عملية.

وتفصيلاً لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ما يزيد عن 226مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 265مليار جنيه خلال عام (2014شاملين السندات والصفقات.) كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 43مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 56مليار ورقة مالية في عام 2014. [1]

وفي عام :2016.

بالرغم من التحديات التي شهدتها الأسواق خلال عام 2016، إلا أن السوق المصري استطاع أن يحقق ثاني أفضل أداء من بعد ثورة 2011 فيما يتعلق بإجماليات التداول، حيث حقق إجمالي التداول في السوق نحو 285 مليار جنيه مقارنة بنحو 248مليار جنيه خلال العام الماضي.

أما أحجام التداول فقد حققت البورصة أعلى أداء من بعد الثورة، محققة 69مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 45مليار ورقة مالية، بينما سجلت عدد العمليات ما يزيد عن 6مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 4.9مليون عملية.[2]

وتفصيلاً لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ما يزيد عن 265مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 226مليار جنيه خلال عام 2015 (شاملين السندات والصفقات.) كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 66مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 43 مليار ورقة مالية في عام 2015.

أما سوق خارج المقصورة فقد حقق قيمة تداول تزيد عن 19مليار جنيه مقارنة بنحو 21مليار جنيه العام الماضي، بينما بلغت كمية التداول ما يزيد عن 2مليار ورقة مالية خلال 2016مقارنة بنحو 1.8مليار ورقة مالية خلال العام الماضي.

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2015، ص31.

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2016، ص34.

وفي عام :2017.

بالرغم من التحديات التي شهدتها الأسواق خلال عام 2017، إلا أن السوق المصري استطاع أن يحقق أفضل أداء منذ 2010فيما يتعلق بإجماليات التداول، حيث حقق إجمالي التداول للسوق ككل نحو 332مليار جنيه مقارنة بنحو 285مليار جنيه خلال العام الماضي.[1]

أما أحجام التداول فقد حققت البورصة أعلى أداء في تاريخها، محققة 78مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 69 مليار ورقة مالية خلال العام الماضي، بينما سجلت عدد العمليات ما يزيد عن 7مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 6مليون عملية.

وتفصيلاً لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ما يزيد عن 296مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 265مليار جنيه خلال عام 2016 (شاملين السندات والصفقات) كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 76مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 66 مليار ورقة مالية في عام 2016.

الفرع الثاني: تقييم أداء البورصة المصرية باستعمال مؤشر EGX 30.

بعد تحليل نتائج الادراج والتداول في البورصة المصرية لبد من دراسة مؤشراتها حيث تحتوي البورصة المصرية على ثلاث مؤشرات، سنعتمد في هذه الدراسة على مؤشر الرئيسي فيه وهو مؤشر EGX 30 حيث سنتناول بتحليل والتقييم أداء هذا المؤشر خلال ثمن سنوات ابتداء من 2010 الي نهاية 2017.

الجدول رقم (4): أداء مؤشر EGX 30 (بالجنيه .م) في البورصة المصرية خلال سنوات دراسة (2010-2017).[2]

السنوات	الفتح	أعلى قيمة	أقل قيمة	الإغلاق
2010	6209	7603	5850	7142
2011	7142	7210	3587	3622
2012	3622	5969	3628	5462
2013	5,462.42	6,870.07	4,523.32	6,782.84
2014	6782.84	9,811.40	6,801.33	8,926.58
2015	8,926.58	10,045.93	6,321.39	7,006.01
2016	7,006.01	12,420	5,713	12,334.89
2017	12,334.89	15,019	11,938	15,019.14

المصدر: تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2017، ص36.

[2] تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنوات،2010 الي نهاية 2017.

التعليـــــــق على جدول المؤشرات.

من الجدول السابق يتضح لنا مدى تطور السوق المصري للأوراق المالية منذ عام 2010حتى نهاية،2017 وكيف انه وصل إلى أعلى رأس مال سوقي في بداية 2017 وبداية 2010 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 لتشبع السوق وأدى بالتالي لانخفاض الطلب بصورة كبيرة وزيادة العرض في حركة تصحيحية وبالتالي أدى ذلك لانخفاض الأسعار في موجة تصحيحية كبيرة وحادة.

ومن خلال الجداول السابقة والجداول الملحقة يتضح لنا:

في عام: 2010

حقق السوق المصري معدلات نمو جيدة خلال عام 2010 حيث سجلت مؤشرات البورصة اتجاها عاما صعوديا بلغ نحو 15% وفقا لمؤشر EGX30.

وبالرغم من الأداء الجيد للسوق بصفة عامة إلا أنه كان قادرا على تحقيق نمو أفضل مقارنة بأداء الأسواق الناشئة التي حققت ارتفاعا قويا، 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%.[1]

وقد بدأ السوق العام بأداء جيد خلال شهر فيفري ومارس حيث كسر مؤشر EGX30 حاجز الـ 7 الاف 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 أفريل.

ومع نهاية شهر أفريل بدأت المؤشرات بالتراجع وذلك بعد إعلان أزمة اليونان واستمرت في التراجع ليصل مؤشر EGX 30 لأقل قيمة له (5850 نقطة) في شهر جويلية، الا ان السوق تمكن من الصعود مرة أخرى بنهاية شهر جويلية واستمر في الصعود بشكل جيد حتى نهاية العام حيث كسر المؤشر حاجز 7 الاف نقطة بنهاية العام ليصعد من أقل مستوى له بنحو 22% خلال ستة أشهر تقريبا، وقد أغلق مؤشر EGX30 عند مستوى 7142 نقطة.

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2010، ص09.

وفي عام :2011.

سجل السوق المصري تراجعا كبيرا خلال عام 2011 نتيجة الأحداث السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى الداخلي والخارجي، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للانخفاض ليسجل مؤشر EGX 30 تراجعا بنحو 49%

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بالتراجع متأثرا بقيام الثورة التونسية التي بدأت في النصف الأخير من شهر ديسمبر 2010 حيث خسر مؤشر EGX 30 حوالي 6%، وذلك من بداية العام وحتى جلسة 24 جانفي.[1]

وفي 25 جانفي 2011، اشتعلت الثورة في مصر وتأثر السوق المصري بشكل كبير حيث تراجعت مؤشرات البورصة بمعدلات كبيرة ليخسر المؤشر الرئيسي نحو 16% خلال جلستي 26 و27 جانفي، ومع استمرار الثورة وتدهور الأوضاع الأمنية وتوقف عمل البنوك تم اتخاذ قرار بوقف التداول لحين استقرار الأوضاع واستمر إغلاق البورصة حتى تم التأكد من عودة الجهاز المصرفي للعمل بكامل طاقته، واتخذت إدارة البورصة والهيئة ما يلزم من إجراءات احترازية لحماية حقوق المساهمين وتهدئة مخاوف السوق من الهبوط، حيث تمت إعادة التداول في 23 مارس، وكان الانخفاض حادا خلال أول جلستين، و لكن بعد ذلك اتجه السوق للاستقرار وسط حالة من الاطمئنان والتفاؤل بين المستثمرين بعد الاستقرار النسبي للوضع السياسي وإجراء الاستفتاء على التعديلات الدستورية مما كان له دورا إيجابيا في دفع المؤشرات للارتفاع بنسب جيدة، حيث صعدت المؤشرات بشكل جيد خلال الفترة ما بين إعادة التداول وحتى نهاية شهر ماي حيث ارتفع مؤشر EGX30 بنحو 7%.

ثم اتجه السوق مرة أخرى للتراجع خلال الربع الثالث من العام حيث بدأت هذه الفترة بأحاديث عن فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية وهو ما كان له أثر سيئ على أداء السوق حتى تم التراجع عن القرار، كما شهدت هذه الفترة بدء محاكمات رؤوس النظام السابق، وقد أدى ذلك لخسارة السوق لمكاسب التي حققه بعد الثورة ليعود إلى نفس مستواه مرة أخرى عند بداية الثورة تقريبا.

وخلال الربع الثالث من العام وعلى المستوى الدولي، بدأت أزمة الديون الأوروبية والأمريكية والتي أثرت بشكل سلبي على أداء السوق، لينخفض مؤشر EGX30 منذ بداية شهر اوت وحتى نهاية العام بحوالي %

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2011، ص08-09.

29، والجدير بالذكر إنه مع الانتخابات البرلمانية الأخيرة، عاودت مؤشرات السوق الارتفاع خلال أسبوع الانتخابات بحوالي 11% لمؤشر EGX30 .

إلا أن عدم الاستقرار السياسي أوقف الصعود القوي وسط انخفاض حاد في معدلات التداول، ليغلق السوق العام على تراجع قدره 49% لمؤشر EGX30 .

وفي عام :2012.

سجل السوق المصري ارتفاعا قياسيا خلال عام 2012، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع ليسجل مؤشر EGX 30 ارتفاعا بنحو 51%.

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بالارتفاع بعد انتهاء الانتخابات البرلمانية لمجلس الشعب وانتقال السلطة التشريعية إليه، حيث صعد السوق في شهر جانفي وفيفري واستمر في الصدود بقوة حتى شهر مارس.

إلا أن الأحداث السياسية في ذلك الوقت والمتعلقة باللجنة التأسيسية للدستور وبدء الاستعداد للانتخابات الرئاسية قد أسهمت في وجود حالة من عدم التيقن أسهمت في بدء تراجع السوق والذي استمر حتى نهاية جولة الإعادة من الانتخابات الرئاسية.[1]

ومع بداية النصف الثاني من العام اتخذ السوق اتجاها صعوديا حتى شهر نوفمبر والذي شهد العديد من التوترات السياسية وأثرت على السوق بشكل ملموس وأوقفت صعوده حتى بداية شهر ديسمبر والانتهاء من الاستفتاء على الدستور الجديد ليبدأ السوق في التحسن حتى نهاية العام وإن كان تأثر لفترة بتخفيض التصنيف الائتماني.

وفي عام :2013.

سجل السوق المصري ارتفاعات جيدة خلال عام 2013، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع وفي مقدمتها مؤشر EGX30 والذي ارتفع بنحو 24%.[2]

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بتراجع غلب على تعاملات النصف الأول من العام حيث تراجع المؤشر الرئيسي للسوق بنحو 13% خلال النصف الأول من العام، حيث تسارعت وتيرة الانخفاض خلال الشهرين الأخيرين من النصف الأول ليبلغ المؤشر مستوى

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2012، ص08.

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2013، ص04.

4500 نقطة تقريبا وهو أقل مستوى له على مدار عام كامل ومع بداية النصف الثاني من العام اتخذ السوق اتجاها صعوديا قياسيا بالرغم من الأحداث، حيث سجل المؤشر الرئيسي للسوق ارتفاعا بنحو 43% خلال النصف الثاني من العام ليغلق تعاملات العام على ارتفاع بلغ 24% وليتجاوز المؤشر للمرة الأولى هذا مستوي منذو 2011.

وفي عام :2014.

سجل السوق المصري أداء قوياً خلال عام 2014بارتفاع اقترب من % 32خلال العام وذلك وفقاً لمؤشر،EGX30 حيث بدأ السوق العام باستكمال الصعود القوى الذي بدائه منذ نهاية جوان ،2013 واستمر السوق في الصعود بقوة حتى شارف على مستويات 10الاف نقطة بنهاية الربع الثالث من العام ليتجاوز بذلك مستوياته في الأزمة العالمية 2008.[1]

إلا أن بعض التقارير الصادرة عن المؤسسات الدولية والتي أشارت إلى احتمالية تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي قد دفعت أسواق المال في العالم إلى الهبوط بشكل كبير في ذلك الوقت وهو ما أثر على السوق المصري خلال شهر أكتوبر، ثم عاود السوق الصعود مرة أخرى بقوة ليعوض تلك التراجعات، إلا أن التراجعات الحادة لأسعار النفط في ديسمبر وأثرها على الأسواق العالمية قد دفع السوق للتراجع مرة أخرى، إلا أن الأيام الأخيرة من العام شهدت تصاعداً مرة أخرى للمؤشرات ليغلق العام حول مستوى 9آلاف نقطة ويحافظ على نمو إجمالي للعام بلغ نحو 32%.

وفي عام :2015.

سجل السوق المصري أداء متبايناً خلال عام 2015نتيجة للأحداث العالمية والإقليمية وتأثيرها السلبي على البورصات العالمية والبورصات الناشئة بصفه خاصة، حيث سجلت غالبية الأسواق الناشئة خسائر ملحوظة خلال تعاملات العام، وقد أثر ذلك على أداء السوق المصري بشكل ملحوظ، حيث مال السوق للتراجع بعد سنوات من تبادل المركز الأولى والثاني على مستوى الأسواق الناشئة، ليسجل مؤشر EGX30الرئيسي تراجعاً بنحو 21.5%خلال عام 2015.[2]

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2014، ص22.

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2015، ص22.

والجدير بالذكر أن السوق كان قد أستهل العام 2015بصعود قوى بلغ نحو % 10خلال الفترة الأولى من العام ولكن نتيجة الأوضاع العالمية بالإضافة إلى التوترات السياسية والعسكرية في المنطقة وكذلك القرارات الخاصة بفرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية قد ساعد في تراجع السوق بقية العام.

وفي عام :2016.

سجل السوق ارتفاعات قوية خلال عام 2016حيث اتجهت مؤشرات البورصة للارتفاع بشكل كبير خلال تعاملات العام ليقفز المؤشر الرئيسي EGX30لأعلى مستوى في تاريخه ليتجاوز حاجز 12,000نقطة بارتفاع قدره 76%عن العام الماضي.[1]

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق عام 2016بانخفاض نتيجة أوضاع الأسواق العالمية السيئة في ذلك الوقت وتراجع أسعار النفط، ليهبط المؤشر الرئيسي للبورصة بنحو 14% خلال شهر جانفي فقط، وبدأ السوق في التحسن التدريجي وزادت حدة الصعود مع قرارات الإصلاح الاقتصادي التي اتخذها الحكومة في مطلع نوفمبر وفى مقدمتها تحرير سعر الصرف والذى كان له أثر كبير على استعادة المستثمرين الأجانب وبالتالي عاود السوق الصعود بقوة ليسجل خلال شهر نوفمبر وديسمبر فقط ما يقرب من 47%ويشهد شهر ديسمبر تسجيل المؤشر لأعلى مستوى في تاريخه، ليغلق العام على ارتفاع بلغ 76%.

وفي عام :2017.

سجل السوق ارتفاعات قوية خلال عام 2017حيث اتجهت مؤشرات البورصة للارتفاع بشكل كبير خلال تعاملات العام ليقفز المؤشر الرئيسي EGX30لأعلى مستوى في تاريخه ليتجاوز حاجز 15,000نقطة ليغلق عند مستوى 15,019نقطة، بارتفاع قدره % 22عن العام الماضي.[2]

[1] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2016، ص24.

[2] التقرير السنوي للبورصة مصرية، لسنة 2017، ص26.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار والمحافظ المالية في البورصة المصرية.

قامت الحكومة المصرية بإصدار القانون رقم 95 لسنة 1992الخاص 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 مزاولة نشاط صناديق الاستثمار هي:[1]

-البنوك.

- شركات التأمين.

- 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 تهيأ المناخ الجيد للاستثمار الذي حقق معظم الأهداف الاستثمارية لصغار المستثمرين والمؤسسات، حيث وصل عدد الصناديق العاملة في البورصة حاليا إلى نحو 100صندوق متنوع تلبي كافة طلبات المستثمرين ما بين عائد تراكمي إلى صناديق للاستثمار ذات عائد دوري وتراكمي.

[1] حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، عين شمس، مصر، 1998، ص31.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار المصرية أنواعها وأهم وظائفها:

إن صناديق الاستثمار نوع 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، 1994لذا فإن هذا المطلب يتناول مفهوم والوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار المصرية ونشأتها

الفرع الاول: نشأة صناديق الاستثمار في مصر.

نشأت صناديق الاستثمار في مصر تحت مظلة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة، 1992من أجل إيجاد أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، حيث نصت المادة 27منه على أن المقصود بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطا 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.

الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار حسب التشريع المصري.

لقد حدد قانون رأس المال في جمهورية مصر العربية برقم 95 لسنة 1992شكلين 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 قانونيا قائما بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به.
- **الشكل الثاني:** صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين مباشرته ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مستقلة عن أموال المصرف أو شركة التأمين.

[1] الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 06.

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 الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار، واستخدام الأموال المجمعة، بما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار في مصر.

تعددت أنواع صناديق الاستثمار وتشكلت نتيجة نمو الصناديق، واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، تختلف أنواع الصناديق باختلاف الأسواق التي تدار بها ويمكن التمييز بين هذه الأنواع وفقا لمعايير محددة في السوق المالي المصري.

1-صناديق استثمار البنوك المصرية وشركات التأمين:

- هي صناديق تنشئها البنوك وشركات التأمين.
- من حق تلك الصناديق المفتوحة إصدار وثائق تعادل 20مثل 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 172من اللائحة التنفيذية رقم 95لسنة 1992.

– يحصل الطلب على موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين (حسب كل الصندوق).

– تسري عليها كافة الأحكام والإجراءات التي تسري على صناديق الاستثمار العادية مع مراعاة الاختلافات فيما بينهم.

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.

2–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 الملية 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، وأيضا تحتاج إلى تنويع 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 27من قانون رقم 95لسنة، 1992وذلك بالقرار الوزاري رقم 35لسنة1996.

3-صناديق استثمار الشركات "شركات المساهمة:"

- هي صناديق تنشأها الشركات.
- تأخذ شكل الشركة المساهمة
- هي صناديق مغلقة.
- تقيد وتتداول أوراقها في البورصة طبقا 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 مرفقا به الأوراق التي نص عليها في المادة 128من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992.
- يودع طلب التأسيس مرفقا 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 إيصالا 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 15يوما 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 مسببا.

ب-الترخيص:

- يتقدم طلب الترخيص بمزاولة النشاط على النموذج المعد لذلك ويرفق به البيانات المنصوص عليها في المادة 135من اللائحة التنفيذية رقم 95لسنة 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 95لسنة 1992.

– يتم دفع رسوم ترخيص للهيئة عشرة آلاف جنيه لصندوق الاستثمار وعشرة آلاف جنيه لمدير الاستثمار.

– يصدر الترخيص بقرار من رئيس الهيئة العامة لسوق المال خلال 60 يوم 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 15يوما 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 125من 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 استكمالا يتم إخطار ذوي الشأن لاستكمالها للحصول على اعتماد الهيئة.

– إجراءات الاكتتاب وتتمثل في:

– يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك.

– مدة طرح الاكتتاب لا تقل عن 15يوما ويجوز بعدها غلق باب الاكتتاب إذا تمت تغطيته.

– يسقط قرار هيئة سوق المال باعتماد النشرة إذا لم يتم فتح باب الاكتتاب في الوثائق خلا شهرين من تاريخ الإخطار به.

– يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار بموجب شهادات اكتتاب موقع عليها من ممثل البنك الذي تلقى الاكتتاب ومن المكتتب 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 يجاوز 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 ويجنب 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 بها 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 يجاوز 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 يجاوز 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 .95/92

الفرع الرابع: 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 مزاولة أية أعمال مصرف كإقراض الغير أو ضمانة أو المضاربة في نفسية 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 تبيعها للجمهور في شكل ما يسمى بوثائق استثمار، ويجب على صناديق الاستثمار أن تعلن عن أهدافها وسياستها التي تتبعها في تكوين محفظة الأوراق المالية التي تستثمر أموالها بها.

المطلب الثاني: الصفات المميزة والضوابط العامة لصناديق الاستثمار.

نظمت اللائحة التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135لسنة1993أحكام 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.

الفرع الأول: 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 المدفوع.[1]

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 (15يوما)، 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 المصدرة، ويسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديل جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها كما ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى 50%من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها.

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.

[1] محمد الصالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1994، ص 581.

2-الاستثمار:

يكون استثمار أموال الصندوق بالشروط التالية:[1]

- 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 ومحايدة 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 ملاءتها المالية وفقا لمعايير محددة.

الفرع الثاني: الضوابط العامة لصناديق الاستثمار.

تتمثل 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

[1] يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتورة في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997، ص60.

والسجلات اللازمة لممارسة ذلك النشاط.

2-يجب أن يكون رأسمال الصندوق مبلغا نقديا بحد أدنى خمسة مليون جنيه مصري كرأسمال 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 آن 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 جنيها، 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 150مكتتب مع مراعاة انه يتم شطب قيد الوثيقة من الجداول الرسمية ونقلها إلى جداول غير الرسمية إذا انخفض عدد مالكها 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 المنقولة أو غيرها من مجالات الاستثمار وبترخيص من هيئة سوق المال وفي حدود التي يقررها، على أن تقدم دراسة تتضمن بيانا بمجالات القيم المنقولة 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 يجاوز 10%من قيمة الوثائق القائمة على أن يكون أقرض 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 يجاوز 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 يجاوز 15%من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

د-لا يجوز لصندوق البنك أو شركة التامين 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 إشراف 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: أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار والمحافظ المالية 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 هذا المجال من جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات المحلية والأجنبية.

حيث نقوم بمقارنة معدل عائد الصندوق بمعدلات السوق من جهة أما من جهة أخرى من حيث عوامل ترجع إلى كفاءة مدير الاستثمار مثل تاريخ بداية مزاولة نشاط الصندوق، ونوع وحجم الصندوق والسياسة الاستثمارية للصندوق...إلخ.

وبعدها تقييم المحافظ المالية لهاته الصناديق من حيث العائد والمخاطرة وفق عدة مؤشرات متعددة.

الفرع الاول: أسلوب تقييم أداء الصناديق وفقا لنموذج العائد ومخاطرة 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 أساسية تختلف من صندوق لآخر وهي حجم الصندوق وعمر الصندوق وخبرة وكفاءة مدير الصندوق.

1-حجم الصندوق:

كلما كبر حجم الصندوق كلما توفرت له العديد من المزايا التي تساعده على تحقيق أداء أفضل من أهمها الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير والتي ترتكز في القدرة على توزيع النفقات الثابتة على عدد كبير من الأصول الاستثمارية، بالإضافة إلى القدرة على توفير الموارد اللازمة لدعم قسم الأبحاث لديها، 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.

الجدول رقم (5): أكبر (10) عشر صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول في تاريخ أخر ميزانية لعام 2017.[1]

اسم الصندوق	الحجم (مليون جم)	عوائد بسيطة الى نهاية 2017
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الرابع	5 767 369 109	%60.24
صندوق استثمار بنك كريدي اجريكول مصر الأول	93 195 063	%204.16
صندوق استثمار بنك القاهرة الأول	87 352 932	%234.07
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول	52 292 386	%52.78
صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول	50 472 249	%193.88
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني	47 899 905	%52.74
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث	3 848 2061	%181.26
صندوق استثمار بنك البركة –مصر (المتوازن)	27 716 165	%45.31
صندوق استثمار بنك بلوم مصر تراكمي ذو عائد دوري	19 664 826	%161.91
صندوق استثمار بنك قطر الوطني الأهلي الثاني ذو العائد الدوري التراكمي (توازن).	10 644 488	%117.49

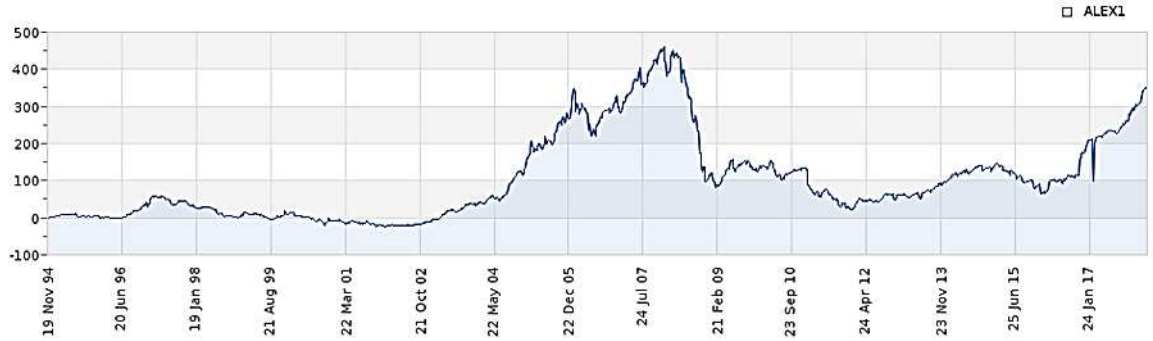
المصدر: تم جمع المعلومات اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

أنظر الملحق رقم (3.2.1)

[1] بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)، 2017، ص2-3.

كما يمكن تلخيص أداء جميع صناديق الاستثمار المصرية منذو انشاء اول صندوق في 19 نوفمبر 1994الي غاية 1 فيفري 2017 في المنحى التالي

شكل رقم (11): تطورات أداء كل صناديق الاستثمار المصرية في سوق المالي من (1994-2017)[1]



المصدر:http://dev.showmethefunds.com/evolution/reports.php

أنظر الملحق رقم (1الي 4)

يشير الجدول السابق أن أكبر (10) عشر صناديق حجما موجودة في السوق المصرية، قد حققت عوائد كبيرة فهناك صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الرابع الأكبر حجما في السوق بقيمة 5.76مليار جنيه مصري صافي أصوله خلال نهاية عام 2017، كما حقق عوائد ضعيفة نوعا ما مقارنة بالصناديق الأخرى بلغت نحو،60.24% ويرجع السبب إلى سنة 2011بالضبط التي فقد فيها مؤشر الصندوق معدل 88.29% بسبب الأزمة الأمنية التي عاشتها مصر، ولولا هذه الأزمة لحقق نسبة تقدر بـــ 82.09% ثم جاء صندوق استثمار بنك كريدي اجريكول مصر الأول الذي وصل حجمه في السوق المصرية بقيمة 93مليون جنيه ما يقارب، كما جاءت نسبة عوائده جد إيجابية حيث وصلت إلى 204.16% ثم في المرتبة الثالثة جاء صندوق استثمار بنك القاهرة الأول بقيمة 87مليون جنيه مصري، وجاءت نسبة عوائده جد جيدة بالنسبة لحجمه 234.07% كما حقق الصندوق المركز الاول بين الصناديق العاملة في السوق خلال عامي 2012،2013، يتم الشراء والاسترداد بدون خصم عمولة.

الشراء والاسترداد من خلال أي فرع من فروع بنك القاهرة.

[1] معلومات مجمعة من الموقع: http://dev.showmethefunds.com/evolution/reports.php تاريخ الاطلاع 12 -2018-03

كما انه يلبى رغبات المستثمرين راغبي العوائد المرتفعة في ظل مخاطر عالية نسبياً (المرتبطة بالبورصة).

ثم جاء في المرتبة الرابعة صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين، حيث وصل حجمه في السوق المالية المصرية بـــ 52مليون جنيه مصري، كما حقق عوائد مقبولة قدرت نسبتها بـــ 52.78%

لتليه باقي صناديق وهي مرتبة ترتيبا تنازليا من حيث حجمها في سوق مالي مصري.

2-عمر الصندوق:

كلما كان عمر الصندوق أكبر كلما أعطى ذلك انطباعا للمستثمر بتوفر المهارة والخبرة لدي مديريه، 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 ارتباطا بين الصناديق ذات العمر الطويل والصناديق كبيرة الحجم، حيث ان 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 قيماً مرتفعة لمؤشر العوائد خلال فترة الدراسة، (2010-2017) وهو ما يعكس أن عامل الخبرة في إدارة الصناديق له دور في تحقيق عوائد كبيرة تجذب انتباه المستثمرين نحو الصندوق،

الجدول رقم (6): مؤشر العوائد البسيطة لأقدم 3 صناديق في السوق المصرية خلال الفترة. (2010-2017).[1]

اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	العائد البسيط خلال الفترة (2010-2017)
البنك الأهلي الأول	سبتمبر 1994	%93.14
كريدي اجريكول الأول	أكتوبر 1994	%133.40
بنك الإسكندرية	ديسمبر 1994	%262.66

المصدر: تم جمع المعلومات اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

[1] موقع البورصة المصرية: http://eima.org.eg تاريخ الاطلاع 12-03-2018.

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، 262.66% ووصلت عوائد الأهلي الأول إلى، 93.14% ثم كريدي اجريكول الأول بنحو 133.40% ويرجع ارتفاع عوائد تلك الصناديق إلى قدمها في السوق وخبرتها فيه، وأيضا إلى إثبات شركة الإدارة لهذه الصناديق منذ التأسيس وحتى نهاية فترة الدراسة 2017/12/31.

رغم ذلك هناك استثناء في أحد الصناديق، حيث حقق صندوق بنك الرئيسي للتنمية والائتمان الزراعي الذي تدير صندوق استثماره شركة هير ميس للتسيير نسبة كبيرة جدا قدرت بـــ، 193.36% حيث كان تاريخ إنشائه في أفريل 2008.

عرفت سوق مالي مصري من سنة 1994 ومن بداية اصدار أول صندوق استثمار تزايد هاته الصناديق سنويا وبمعدلات كبيرة مما يعكس الأثر الاقتصادي لهاته الصناديق على الاقتصاد الوطني ورغبة الافراد في هكذا نوع من الاستثمارات، ومع تطور الفكر الاقتصادي لدي الفرد المصري وظهور ثقافة الاستثمار لديه ظهرت، عدة صناديق تعلم وفق الشريعة الإسلامية مما خلق تنوع اقتصادي وزاد من فرص التنويع في المحافظ المالية لدي الموطن المصري او الأجنبي الذي يستثمر أمواله في البورصات المصرية.

ويمكن تلخيص عدد صناديق الجديدة في الجدول التالي.[1]

الجدول رقم (7): عدد صناديق الجديدة في الجدول التالي حسب السنوات من 1994-2016.

السنة	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016
عدد الصناديق	3	5	4	5	2	2	1	2	3	9	4	7	14	13	9	7	1	5	3

المصدر: تم جمع المعلومات اعتمادا على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

من خلال الجدول نلاحظ أن بداية هاته الصناديق كان محتشم حيث كانت الانطلاقة بـــ(3) صناديق في سنة 1994 واستمرت بظهور بمعدلات ثابتة الي متدنية حتى نهاية 2005 ومع بداية 2006 ظهرت في السوق المالي (9) صناديق جديدة تعمل بعدة صيغ من تقليدية وإسلامية مما خلق فرص كبيرة للتنويع لدي الهيئات والافراد لاستثمار اموالها وتكوين محافظ المالية متنوعة لضمان عوائد أكثر ومخاطر أقل.

[1] بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA) لسنة 2017، ص02.

ومع بداية الازمة المالية لسنة 2008 تأثرت بعض الصناديق خاصة التي تستثمر أموالها خارج مصر واعطي الفرصة لظهور بديل في هذا المجال حيث ظهر بين عامي 2009-2010 أعلى نسبة ادراج لصناديق الاستثمار وكانت على التوالي 14-13 صندوق أغلبها إسلامية.

وعليه سجلت البورصة المصرية أرقاماً قياسية خلال تعاملاتها مسجلة أكبر قيمة سوقية منذ العام 2008 ودفعت المشتريات القوية للمستثمرين المصريين والأجانب غالبية الأسهم المدرجة إلى ارتفاعات جيدة، ووفقاً لبيانات البورصة المصرية، ربح رأس المال السوقي لأسهم الشركات المدرجة نحو 36.4 مليار خلال تعاملاتها، بنسبة ارتفاع تقدر بنحو 4% بعدما صعد من مستوى 892.5 مليار جنيه في إغلاق تعاملاتها، ليسجل نحو 928.9 مليار جنيه في إغلاق تعاملات جلسة الاخيرة.

وعلى صعيد المؤشرات، ارتفع المؤشر الرئيسي "ايجي إكس 30" بنسبة 1.22% بعدما أضاف نحو 190 نقطة خلال تعاملاته السابقة، مرتفعاً من مستوى 15519 نقطة في إغلاق تعاملات، لينهي تعاملاته عند مستوى 15709 نقاط.

وصعد مؤشر الأسهم الصغيرة والمتوسطة "إيجي إكس 70" بنسبة 1.22%، مضيفاً نحو 11 نقطة بعدما ارتفع من مستوى 864 نقطة خلال إقفال تعاملاته، ليسجل نحو 875 نقطة بنهاية تعاملاته.

الفرع الثاني: المحافظ المالية في صناديق الاستثمار في مصرية واختيار المحفظة المثلي.

تتم المتاجرة في صناديق الاستثمار حيث يحتفظ بالأصول المالية مثل الأسهم أو السندات ويتم التداول على سعره بسعر قريب جداً من صافي قيمة الأصول خلال يوم التداول، وهي نوع جذاب من الاستثمارات بسبب انخفاض تكلفته والقدرة على شرائه وبيعه في البورصة، مما يجعلها أكثر نوع منتجات التداول شعبية.

وعلى النقيض من الصناديق ذات الإدارة النشطة، فليس عليك دفع رسوم أولية، أو رسوم إدارية سنوية. فالتكلفة السنوية الفعالة لمعظم صناديق الاستثمار المتداولة أقل من 0.1 %. في الوقت ذاته، فإنها توفر مزايا رائعة مثل تنوع الاستثمارات في مؤشر أو قطاع بأكمله، فقد يكرر صندوق استثمار متداول واحد أداء أكثر من 3,000 سهماً مختلفاً.

ولدراسة كيفية تكوين محفظة مثله في صندوق الاستثمار قمنا في هذه الدراسة باختيار خمس صناديق استثمار ذات تداول عالي وسيولة كبيرة في البورصة المصرية حتى يتسنى للمستثمر تكوين محفظة مالية متوازنة تحقق له أفضل عائد مع مخاطرة اقل.

ملاحظة لم نتطرق الي السندات في تكوين المحافظ المالية في صناديق الاستثمار لأنها تعد ذات عائد ثابت ومضمون أي انها عديمة المخاطر فلا حاجة الي تناولها في هذه الدراسة

الجدول رقم (8): عوائد صناديق الاستثمار بالنسبة لمحافظ الاسهم من بداية 2013الي غاية 2018/05/05.[1]

السنوات / الصندوق	خلال اسبوع	خلال شهر	خلال 12 شهر	خلال عامين	خلال 3 أعوام	خلال 5 أعوام
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث	↑%2.23	↑%6.81	↑%42.92	↑%117.38	↑%100.32	↑%180.59
صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول	↓%1.22	↑%3.69	↑%45.6	↑%128.26	↑%107.77	↑%204.25
صندوق استثمار بنك مصر الثاني	↑%0.25	↑%2.74	↑%45.61	↑%126.51	↑%98.46	↑%189.56
صندوق استثمار بنك مصر الثالث	↑%2.09	↑%7.2	↑%43.41	↑%127.6	↑%106.48	↑%195.93
صندوق استثمار بنك القاهرة الأول	↓%1.18	↑%3.82	↑%48.2	↑%136.09	↑%112	↑%237.69

المصدر: http://dev.showmethefunds.com/performance/?case=case

تحليل الجدول السابق:

تم اختيار أحسن خمس صناديق استثمار من حيث العائد والسيولة في البورصة المصرية خلال 5 سنوات السابقة.

صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث

حققت محفظة الأسهم في هذا الصندوق نمو قدر بحوالي 2.23%↑من قيمة المحفظة الكلية خلال الأسبوع الأول فقط من شهر ماي 2018 لتكون الاولي من حيث الأداء خلال هذا الأسبوع ثالث أفضل أداء خلال

[1]معلومات مجمعة من الموقع: http://dev.showmethefunds.com/performance/?case=case تاريخ الاطلاع 03-05-2018.

شهر أفريل من عام 2018 بنسبة نمو تقدر بـــ 3.69%↑، وخامس أحسن أداء خلال الخمس سنوات الأخيرة بنسبة نمو في محفظته المالية والتي تقدر بنحو 180.59%↑من القيمة الاسمية لهذا الصندوق.

صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول:

حققت محفظة الأسهم في هذا الصندوق تراجع في النمو قدر بحوالي 1.22%↓من قيمة المحفظة الكلية خلال الأسبوع الأول فقط من شهر ماي 2018 ليكون في المرتبة الخامسة من حيث الأداء خلال هذا الأسبوع ورابع أفضل أداء خلال شهر أفريل من عام 2018 بنسبة نمو تقدر بـــ3.69%↑، وثاني أحسن أداء خلال الخمس سنوات الأخيرة بنسبة نمو في محافظه المالية والتي تقدر بنحو 204.25%↑من القيمة الاسمية لهذا الصندوق.

صندوق استثمار بنك مصر الثاني:

حققت محفظة الأسهم في هذا الصندوق نمو قدر بحوالي 0.25%↑ من قيمة المحفظة الكلية خلال الأسبوع الأول فقط من شهر ماي 2018 ليكون الثالث من حيث الأداء خلال هذا الأسبوع وخامس أفضل أداء خلال شهر أفريل من عام 2018 بنسبة نمو تقدر بـــ 2.74%↑، ورابع أحسن أداء خلال الخمس سنوات الأخيرة بنسبة نمو في محافظه والتي تقدر بنحو 189.56%↑ من القيمة الاسمية لهذا الصندوق

صندوق استثمار بنك مصر الثالث:

حققت محفظة الأسهم في هذا الصندوق نمو قدر بحوالي2.09%↑ من قيمة المحفظة الكلية خلال الأسبوع الأول فقط من شهر ماي 2018 ليكون ثاني من حيث الأداء خلال هذا الأسبوع وأول أفضل أداء خلال شهر أفريل من عام 2018 بنسبة نمو تقدر بـــ 7.2%↑، وثاني أحسن أداء خلال الخمس سنوات الأخيرة بنسبة نمو في محافظه المالية والتي تقدر بنحو 195.93%↑من القيمة الاسمية لهذا الصندوق.

صندوق استثمار بنك القاهرة الأول:

حققت محفظة الأسهم في هذا الصندوق تراجع في النمو قدر بحوالي 1.18%↓من قيمة المحفظة الكلية خلال الأسبوع الأول فقط من شهر ماي 2018 ليكون في المرتبة الرابعة من حيث الأداء خلال هذا الأسبوع وثالث أفضل أداء خلال شهر أفريل من عام 2018 بنسبة نمو تقدر بـــ3.82%↑، وأول أحسن أداء خلال الخمس سنوات الأخيرة بنسبة نمو في محافظه المالية والتي تقدر بنحو 237.69%↑من القيمة الاسمية لهذا الصندوق.

ليكون أداء هاته الصناديق على العموم ذو اتجاه موجب مما يحفز صغار وكبار المستثمرين على التوسع في الاستثمار وبناء محافظ متنوعة في عدة صناديق للحصول على أفضل عائد وتدنية المخاطر لأقل تكلفة ممكنة، وكل هذا يساهم في تقوية البورصة وجذب أكثر عدد من المستثمرين وفتح فرص جديدة للاستثمار.

الجدول رقم (9): اجمالي أداء خمس صناديق مكونة لخمس محافظ مع معامل شارب ترينور ومعمل بيتا لكل محفظة منذو التأسيس الى غاية 2018/05/05.[1]

المعاملات / الصندوق	الأداء منذو الانشاء	SR	TR	Beta
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث	↑%111.36	0.2	51.01	0.12
صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول	↑%754.72	0.21	20.74	0.34
صندوق استثمار بنك مصر الثاني	↑%217.88	-0.53	-118.15	0.12
صندوق استثمار بنك مصر الثالث	↑%992.32	-0.03	-3.02	0.41
صندوق استثمار بنك القاهرة الأول	↑%1410.5	-0.08	-7.47	0.38

المصدر:http://dev.showmethefunds.com/performance/?case=_case2

SR= معامل شارب (Sharpe)

TR= معامل مخاطر ترينور

Beta= معمل بيتا

تحليل الجدول السابق بالنسبة لمعامل شارب (Sharpe)

قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم علي اساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة أطلق علية المكافأة الي نسبة التقليب في العائد، ويقوم نموذج شارب علي أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وعلي ذلك فان معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الاضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل حدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

[1] معلومات مجمعة من الموقع: http://dev.showmethefunds.com/performance/?case=_case2 تاريخ الاطلاع 05-05-2018.

لا يمكن استخدام نموذج شارب إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود مماثلة كان تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.

صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث: بلغت عوائد هذا الصندوق منذو الانشاء 111.36%↑ من القيمة الاسمية المشكلة لمحفظة الأسهم، كما بلغت قيمة معامل شارب في هذا صندوق 0.2 وبما أن قيمة شارب محصورة ما بين 0 <0.2> 1 فإنه يمكننا القول ان درجة الخطر أعلى من العائد الزائد هنا، بالإضافة إلى نسبة شارب، تحتاج إلى تقييم مؤشرات أخرى لجذب الاستثمار.

صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول: بلغت عوائد هذا الصندوق منذو الانشاء 754.72%↑من القيمة الاسمية المشكلة لمحفظة الأسهم، كما بلغت قيمة معامل شارب في هذا صندوق 0.21 وبما أن قيمة شارب محصورة ما بين 0 <0.21> 1 فإنه يمكننا القول ان درجة الخطر أعلى من العائد الزائد هنا، بالإضافة إلى نسبة شارب، تحتاج إلى تقييم مؤشرات أخرى لجذب الاستثمار.

صندوق استثمار بنك مصر الثاني: بلغت عوائد هذا الصندوق منذو الانشاء 217.88%↑من القيمة الاسمية المشكلة لمحفظة الأسهم، كما بلغت قيمة معامل شارب في هذا صندوق 0.53 وبما أن قيمة شارب محصورة ما بين 0.53-< 0 القيمة المحسوبة أقل من 0، فهذا يشير إلى أن العوائد الزائدة تأخذ قيمًا سالبة، فمن الأفضل أن تفضل أصلا ذا مستوى مخاطر أدنى.

صندوق استثمار بنك مصر الثالث: بلغت عوائد هذا الصندوق منذو الانشاء 992.32%↑من القيمة الاسمية المشكلة لمحفظة الأسهم، كما بلغت قيمة معامل شارب في هذا صندوق 0.03-وبما أن قيمة شارب محصورة ما بين 0.03-< 0 القيمة المحسوبة أقل من 0، فهذا يشير إلى أن العوائد الزائدة تأخذ قيمًا سالبة، فمن الأفضل أن تفضل أصلا ذا مستوى مخاطر أدنى لأن هذه المحفظة تحمل أصول ذات مخاطر اعلى من العوائد المرجوة منها.

صندوق استثمار بنك القاهرة الأول: بلغت عوائد هذا الصندوق منذو الانشاء 1410.5%↑من القيمة الاسمية المشكلة لمحفظة الأسهم، كما بلغت قيمة معامل شارب في هذا صندوق 0.08-وبما أن قيمة شارب محصورة ما بين 0.08-< 0 القيمة المحسوبة أقل من 0، فهذا يشير إلى أن العوائد الزائدة تأخذ قيمًا سالبة، فمن الأفضل أن تفضل أصلا ذا مستوى مخاطر أدنى لأن هذه المحفظة تحمل أصول ذات مخاطر اعلى من العوائد المرجوة منها.

تحليل الجدول السابق بالنسبة معامل مخاطر ترينور مع معمل Beta

مقياس للأداء المعدل للمخاطر لمحفظة استثمارية. ويقيس مؤشر ترينور العائد الزائد للمحفظة لكل وحدة من المخاطر، باستخدام بيتا كمقياس للمخاطر، وكلما ارتفع هذا العدد، زاد "العائد الزائد" الذي تولده الحافظة، وقد وضع المؤشر الاقتصادي جاك ترينور، المعروف أيضا باسم نسبة ترينور.[1]

صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثالث: حققت هذه المحفظة معدل عائد مرتفع حيث بلغت نسبته 51.01 ومع حساسية جيدة بالنسبة لمعمل بيتا والذي بلغ 0.12 مما يدل أن محفظة الأسهم الخاصة بهذا الصندوق تتميز بدخل جد مرتفع مع مخاطرة تكاد تكون معدومة وذات استثمارات قابلة للتجديد لعدة سنوات حسب ما يشير اليه معمل بيتا.

صندوق استثمار بنك الاسكندرية الأول: حققت هذه المحفظة معدل عائد مرتفع نوعما حيث بلغت نسبته 20.74 ومع حساسية مرتفعة نسبيا بالنسبة لمعمل بيتا والذي بلغ 0.34 مما يدل أن محفظة الأسهم الخاصة بهذا الصندوق تتميز بدخل مرتفع مع مخاطرة ضعيفة نسبيا وذات استثمارات قابلة للتجديد لعدة سنوات حسب ما يشير اليه معمل بيتا.

صندوق استثمار بنك مصر الثاني: حققت هذه المحفظة معدل عائد سالبة بدرجة مرتفعة مقارنة مع المحافظ السابقة حيث بلغت نسبته 118.15-ومع حساسية منخفضة نسبيا بالنسبة لمعمل بيتا والذي بلغ 0.12 مما يدل أن محفظة الأسهم الخاصة بهذا الصندوق تتميز بدخل ضعيف الى معدوم مع مخاطرة ضعيفة نسبيا وذات استثمارات قابلة للتجديد في سنوات القادمة لكن على مدى متوسط حسب ما يشير اليه معمل بيتا.

صندوق استثمار بنك مصر الثالث: حققت هذه المحفظة معدل عائد سالبة بدرجة أقل مقارنة مع المحافظ السابقة حيث بلغت نسبته 3.02-ومع حساسية مرتفعة نسبيا بالنسبة لمعمل بيتا والذي بلغ 0.41 مما يدل أن محفظة الأسهم الخاصة بهذا الصندوق تتميز بدخل ضعيف مع مخاطرة أكبر نسبيا وذات استثمارات غير قابلة للتجديد في سنوات القادمة حسب ما يشير اليه معمل بيتا.

صندوق استثمار بنك القاهرة الأول: حققت هذه المحفظة معدل عائد سالبة بدرجة أقل مقارنة مع المحافظ السابقة حيث بلغت نسبته 7.47-ومع حساسية مرتفعة نسبيا بالنسبة لمعمل بيتا والذي بلغ 0.38 مما يدل أن محفظة الأسهم الخاصة بهذا الصندوق تتميز بدخل ضعيف مع مخاطرة أكبر نسبيا وذات استثمارات غير قابلة للتجديد في سنوات القادمة حسب ما يشير اليه معمل بيتا.

[1] معلومات مجمعة من الموقع https://ar.talkingofmoney.com تاريخ الاطلاع05-05-2018.

الجدول رقم (10): نتائج قيمة متوسط العائد والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمحافظ المالية في خمس صناديق حسب كل نموذج شهريا.[1]

نوع المحفظة	عدد المحافظ	متوسط العائد	متوسط الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
محفظة شارب	5	%0.86	0.0313	3.65
محفظة ترينور	5	-%0.77	0.0291	-3.7913
محفظة جنسن	5	%0.43	0.0685	15.79

المصدر: http://dev.showmethefunds.com/evolution/reports.php

يتبين من الجدول النتائج التالية:

حققت محفظة شارب أكبر عائد شهري خلال فترة الدارسة الممتدة من سنة 2010 وحتى2017م، حيث بلغ متوسط العائد الشهري لمحفظة شارب 0.86% مقابل 0.43% لمحفظة جنسن، بينما محفظة ترينور حققت خسائر شهرية بمتوسط 0.77%-وبناء على ما سبق يمكن القول ان محفظة شارب أفضل المحافظ الاستثمارية من حيث العائد الشهري تليها محفظة جنسن، ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن المستثمرين يستخدمون نموذج شارب في تقيمهم للأسهم لأنه أسهل النماذج استخداما، ويأخذ في عين الاعتبار المخاطر الكمية عند تقييمه للأسهم، وبالتالي لا يحتاج إلى معلومات كثيرة لحساب وتقييم أداء الأسهم بالمقارنة مع نموذجي جنسن وترينور اللذان يحتاجان إلى حساب معامل بيتا الذي بدوره يحتاج إلى بيانات شهرية لا تقل عن60 مشاهدة لكي تكون هناك دقة في الاستخدام عند تقييم الأسهم، حيث يعمل تقييم المستثمرين للأسهم وفقا لنموذج شارب على زيادة الطلب على الأسهم التي يكون أدائها أفضل وهذا يعمل على زيادة عائدات تلك الأسهم.

من خلال الجداول السابقة فإن أفضل صندوق لتكوين محفظة مالية بالنسبة لمستثمر عادي يرغب في تعظيم العائد دون المقامرة في المدي قصير او الطويل هو الصندوق الأول المكون للمحفظة ذات عوائد جد مرتفعة مع نسبة مخاطرة تكاد تكون وسيولة مرتفعة مما يسمح له بالتخلص من أصول محفظته دون أي تكلفة تذكر كما يمكنه الاحتفاظ بأصول هاته المحفظة لفترات أطول.

[1] معلومات مجمعة من الموقع: http://dev.showmethefunds.com/evolution/reports.php تاريخ الاطلاع05 -05-2018.

المبحث الثالث: البورصة الجزائرية وملامح صناديق الاستثمار فيها.

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرهما الجزائر منذ عام 1988، والتي كانت تهدف أساسا إلى التخلي عن النهج الاشتراكي المعمول به أنداك، والانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، والتي كانت تهدف إلى إصلاح المؤسسات العمومية الاقتصادية وذلك من خلال إعادة هيكلتها وإصلاح النظام المالي الجزائري.

وظهرت البورصة كأداة تمويلية جديدة توفر تمويلا مباشرا وفق عدة صيغ، ونقلة نوعية نحو اقتصاد السوق، ومواصلة منا لموضوع الدراسة سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على بورصة الجزائر وصناديق الاستثمار ومحافظ المالية فيها.

المطلب الأول: بورصة الجزائر.

تعتبر بورصة الجزائر من أحداث البورصة التي أنشئت في الدول العربية، كما أنها من البورصات الأقل أداء سواء كانت من ناحية حجم وقيمة التداول، أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها.

الفرع الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر.

إن فترة التحضير لإنشاء بورصة القيم المتداولة في الجزائر يمكن تقسيمها إلى مرحلتين أساسيتين، فالأولى تتمثل في مرحلة اتخاذ قرار إنشاء بورصة الجزائر، والتي تراوحت مدتها من 1990إلى، 1992والمرحلة الثانية تشكل المرحلة الابتدائية لبورصة الجزائر والتي تراوحت مدتها من 1993 إلى 1996.

المرحلة الأولى: أي مرحلة الإقرار بإقامة بورصة القيم المتداولة، فقد نصت القوانين التشريعية على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما حدد المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمحت هذه القوانين للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتتبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى،[1] وفي نفس الفترة وبالتحديد في 9ديسمبر 1990تم إنشاء وفقا لعقد موثق شركة القيم المنقولة، Société des valeurs mobilièr ومهمتها تشبه إلى حد ما مهمة البورصة في الدول المتطورة، حيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة والتي بلغ عددها ثمانية صناديق، أما رأس مالها فقد قدر بمبلغ (320.000دج) ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس

[1] قاسم شاوش لامياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، 2005ص 15.

إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة،[1]كما تم في نفس الفترة صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28ماي 1991 وهي:[2]

المرسوم التنفيذي رقم91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداولة على أنها منتوج مالي قابل للتداول في البورصة وقابل للتجزئة.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى وكذلك صيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات الأموال

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم

وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق.

وفي سنة،1992طرأت بعض التعديلات والتغيرات على مستوى شركة القيم المنقولة، وذلك راجع لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وكذا ضعف رأسماله لذلك تم رفع رأس مالها إلى (932.0000دج)، كما تغير اسمها، حيث أصبح يطلق عليها اسم "بورصة الأوراق المالية" بدلا من شركة القيم المنقولة.[3]

وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية خلال هذه المرحلة، حيث عرقلت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

المرحلة الثانية: من فترة التحضير لإنشاء بورصة القيم المتداولة، والمتمثلة في المرحلة الابتدائية التي تراوحت من1993إلى 1996، فقد تميزت باتخاذ عدة تعديلات وتغييرات على مستوى القوانين وخاصة القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث كان يمنع عملية تنازل الشركات العمومية

عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض تم إدخال بعض التعديلات عليه وهي تعديلات خاصة

[1] شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ص80.

[2] M.Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition Dar Houma ; Alger ; 2002, p 8

[3] نسيمة لعبادي، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004، ص11.

بشركات الأسهم وأخرى تخص القيم المنقولة) المرسوم التشريعي رقم 08-93المؤرخ في 25أفريل 1993، المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال (. بالإضافة إلى المرسوم التشريعي رقم 10-93المؤرخ في 23ماي 1993المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث أقر هذا المرسوم بإنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة.[1]

أما فيما يخص شركات الأسهم فقد أدت التعديلات بصفة واضحة إلى إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار، سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها.

كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة أسهم من (300.000دج) إلى:

- (100.0000دج) في حالة عدم إجراء العرض العمومي للادخار.
- (500.0000دج) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار.

أما فيما يخص القيم المنقولة، فقد بينت التعديلات إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. ثم أن اتخاذ مثل هذا القرار والمتمثل في إدخال قيم منقولة جديدة، يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر. ففي هذا الإطار نصت المراسيم التشريعية آنذاك على أن القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها.[2]

[1] أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999، ص38.

[2] شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص81.

الفرع الثاني: الهيئات العاملة ببورصة الجزائر:

تتمثل الهيئات العاملة في البورصة فيما يلي:[1]

1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB*: لقد تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23ماي، 1993ولكنها لم تصبح عملية إلى غاية فيفري،1996وذلك بغية حماية المدخرين

وتفاديا لكل التجاوزات، وتتكفل بمهمة التأكد من نظامية العمليات بالبورصة، وكذا اتخاذ ما تستلزمه مختلف الظروف من إجراءات علاجية قصد تسهيل تأدية الدور المنوط بالبورصة.

يكون بذلك الهدف من وجود هيئة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هو التحسين من تنظيم وسير بورصة القيم المتداولة على النحو الذي تتمكن معه من تأدية وظائفها بكل فعالية، وذلك بالمحافظة على الادخار ومصالح أصحابه وتوجيهه بكفاءة عالية بما يحقق المصلحة العامة للاقتصاد الوطني.

ويمكن تبيين مهام هذه اللجنة التي تمثل سلطة سوق القيم المنقولة من خلال حمايتها للمستثمرين وضمان الشفافية اللازمة لسوق الأوراق المالية، كما تتولى المهمة القانونية والمراقبة والرقابة وكذا المهمة التأديبية والتحكيمية.

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس وستة أعضاء، يعينون لمدة أربع سنوات، تنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة في التنظيم، حيث يعين رئيس اللجنة باقتراح من وزير المالية، وتتعارض هذه المهمة مع أي وظيفة حكومية أو أي نشاط آخر ماعدا أنشطة التعليم أو الإبداع الفني، أو الفكري، كما لا يجوز له ولجميع العاملين الدائمين في اللجنة، أن يقوموا بأية عملية تجارية حول الأوراق المالية المسعرة في البورصة.

أما الأعضاء الستة فيتم تعيينهم كالآتي:[2]

- قاض يقترحه وزير العدل.

-عضو يقترحه وزير المكلف بالمالية.

-استاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

---

[1] Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p09.

[2] المادة 22 من القانون رقم 03/04 المعدل والمتمم للمرسوم التسريعي 93/10 من الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19فبراير، 2003ص23.

*COSOB: La Commission d'Organisation et de surveillance des Opérations de Bourse.

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

-عضو مختار من بين المسيرين الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

-عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات المعتمدين.

من بين أهم الوظائف التي تقوم بها:

أ-السلطة التنظيمية:

تقوم اللجنة بإصدار عدة نصوص تنظيمية التي تتطلب أولا موافقة وزارة المالية حتى تصبح سارية المفعول، وتشمل هذه القوانين ما يلي:[1]

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات.

- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير محافظ الأوراق المالية.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات.

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

- القواعد المتعلقة ملسك الحسابات- حفظ الأوراق المالية.

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال الأوراق المالية.

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

ب-سلطة الاعتماد والتأهيل:

تمنح اللجنة الاعتماد لكل من الوسطاء في عمليات البورصة وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف المشترك، وتؤهل ماسكي الحسابات حافظي السندات.

ج-سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد من مدى:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.

- التزام الشركات التي تقوم باللجوء العلني للادخار بالإعلام الواسع للجمهور.

[1] Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p10.

- إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.

- حسن سير السوق.

د-السلطة التأديبية والتحكيمية:

أنشئت داخل اللجنة غرفة تأديب وتحكيم مكونة من رئيس وعضوان منتخبان من طرف أعضاء لجنة COSOBقاضيان معينان من طرف وزارة العدل، كما يتولى رئاسة هذه الغرفة رئيس لجنة. COSOB ففي المجال التأديبي، يتم دراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، تتراوح الإجراءات التأديبية بصفة عامة بين الإنذار بسحب الاعتماد إلى سحبه نهائيا بالإضافة إلى غرامات مالية. [1]

أما بالنسبة للمجال التحكيمي: يتم دراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة والتي يمكن أن تقوم بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB).

- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.

- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.

- الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية.

2-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV*):

أنشئت بتاريخ 25ماي 1997بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21ماي 1997وتكتسي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي كانت تسمى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل صدور القانون رقم 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادة 544 من القانون التجاري الجزائري مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، والذين يتميزون باحتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم وحساب زبائنهم أي أن رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة،[2] وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح

[1] Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p11.

* SGBV: la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

[2] عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، سنة، 2008ص93.

اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتتب في قسط من رأس المال هذه الشركة، كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة .

ويحكم شركة تسيير بورصة القيم قانون أساسي يسنه الوزير المكلف بالمالية، ويتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويقدر رأسمال الشركة بمبلغ 24مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين، ويتكون مجلس إدارة الشركة من

ممثلي الهيئات المالية الآتية:

- الصندوق الوطني للتعاوني الفلاحي:CNMA .
- البنك الوطني الجزائري:BNA .
- القرض الشعبي الجزائري:CPA .
- البنك الفلاحة والتنمية الريفية: BADR.
- بنك التنمية المحلية: BDL.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط: CNEP.
- الشركة الجزائرية للتأمين الشامل:CAAR .
- شركة تأمين: CCR.
- شركة تأمين:CAAT .
- يونيون بنك: UNION BANK. (لقد توقف هذا البنك عن العمل سنة 2005)

تمارس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حيث أوكلت لها المهام الآتية:[1]

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة.
- تنظيم معاملات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.

[1] عبد الله سناجقي، مرجع سبق ذكره، ص96.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة.

3-الوسطاء في عمليات البورصة IOB*

تجرى مختلف العمليات في سوق الأوراق المالية عن طريق وسطاء في شكل شركات مساهمة أو أشخاص طبيعيين، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك بعد استيفائهم للشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة المتمثلة فيما يلي:[1]

أ-بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

يشترط للأشخاص الطبيعيين ما يلي:

- بلوغ سن 25سنة على الأقل.

- امتلاك محل ملائم لممارسة نشاط الوساطة.

- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين.

- التمتع بتكوين عال في هذا المجال.

- تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة.

- تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم.

- تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط تقدر بـــ 500000.00دج.

ب-بالنسبة للأشخاص المعنويين:

يشترط للأشخاص المعنويين ما يلي:

- أن يكون الشكل القانوني للوسيط عبارة عن شركة مساهمة.

- الحد الأدنى لرأس المال مقدر مبلغ مليون دينار جزائري.

- الحيازة على تنظيم ووسائل تقنية ملائمة لنشاطها.

- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة.

- أن يكون لديهم موظفين (وسطاء) يتمتعون بالمؤهلات اللازمة.

[1] عمر عبدو، مرجع سبق ذكره، ص232.

*IOB: Les Intermediaires en Operations de Bourse.

هذا ويمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء طبقا للمرسوم التشريعي 96-03المؤرخ في 03جويلية 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وهما:

-الوسطاء ذوي النشاط المحدود:

وهم الوسطاء الذين يحصرون نشاطهم في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة لحساب الغير فقط، ولا يقدمون خدمات أخرى مثل تسيير المحافظ المالية أو التوظيف.

-الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود:

وهم الوسطاء الذين يقومون بمهام متعددة، فزيادة على نشاط التفاوض على القيم المنقولة يقومون بتسيير المحافظ المالية مع إمكانية اقتراح الاكتتاب وشراء أو بيع القيم المنقولة لحسابهم الخاص.

وبذلك تم منح الاعتماد بموجب المرسوم التشريعي 96-03المؤرخ في جويلية 1996لخمس وسطاء على شكل شركات مساهمة، تضم هذه الشركات:

- **شركة الراشد المالي**: تتكون من البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، شركة التأمين وإعادة التأمين.

- **المؤسسة المالية العامة**: تتكون من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

- **المؤسسة المالية للاستشارات والتوظيف**: يمثلها كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، والشركة الجزائرية للتأمين.

- **مؤسسة توظيف القيم المنقولة:** تتكون من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية، والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

- يونيون بنك: وهو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص الذي قدر بـــ 000 1000دج.

وبمقتضى المرسوم رقم 03-04المؤرخ في 17فيفري 2003المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23ماي 1993المتعلق ببورصة القيم المنقولة تمت تصفية شركات الوساطة الخمس السابقة وانشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة وذلك في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة بصفتها وسيط في عمليات البورصة وكان ذلك في سنة 2004، حيث أصبحت تركيبة الوسطاء كما هو مبين:

الجدول رقم (11): تركيبة الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر.

البنك / البيان	تاريخ الاعتماد	رقم مقرر كسوب	فئة النشاط المرخصة
البنك الجزائري للتنمية الفلاحية	2004/03/03	005/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير
البنك الوطني الجزائري	2004/03/14	007/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير
بنك التنمية المحلية	2004/10/14	008/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير
البنك الجزائري الخارجي	2004/10/03	014/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير
القرض الشعبي الجزائري	2004/10/03	015/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	2004/12/28	027/04	– التفاوض للحساب الخاص – التفاوض لحساب الغير

Source: Rapport annual de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2004, p28.

وبقيت هذه البنوك (المنحصرة في ستة بنوك عمومية) تمارس نشاط الوساطة المالية إلى غاية نهاية سنة 2011، حيث سجلت الساحة المالية إضافة بنك BNPالجزائر[1] بعد حصوله على الاعتماد سنة 2012 كوسيط ذو النشاط التام، كما سجلت الساحة المالية أيضا إضافة بنك Société Généralالجزائر سنة 2014،[2] كذلك كوسيط يمارس نشاط الوساطة المالية بشكل تام، ليبلغ عدد البنوك المتدخلة في نشاط الوساطة المالية 8وسطاء، 6وسطاء من البنوك العمومية وبنكين خاصين.

4-المؤتمن المركزي على السندات: يعتبر المؤتمن المركزي على السندات هيئة جديدة جاء بها قانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والصادر في17 فيفري، 2003حيث يعد المؤتمن المركزي على السندات هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تم ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[3]

[1] COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.
[2] COSOB, Rapport annuel 2014, p 24.
[3] جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 249.

تتمثل مهام شركة المؤتمن المركزي للسندات في الآتي:[1]

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب لآخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق والمتمثلة في تنفيذ الأوامر وحركية الأسعار.

5-ماسكو الحسابات TCC*

هم البنوك والمؤسسات المالية، شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة، ويوفر ماسكة الحسابات أو حافظوا السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليه في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية، ويقدر عددهم حسب تقرير **cosob** لـ 2017 بـ 13 ماسك معتمد لدي بورصة الجزائر.[2]

الفرع الثالث: شروط دخول المؤسسات الاقتصادية للبورصة

1-شروط دخول المؤسسات الاقتصادية للبورصة

يمكن حصر أهم الشروط العامة والخاصة الواجب توفرها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حتى تدرج أوراقها المالية في بورصة الجزائر كما يلي:

- الشروط العامة.

تتمثل الشروط العامة الواجب توفرها في الشركات التي ترغب قيد أوراقها المالية في بورصة الجزائر فيما يلي:[3]

-أن تكون الشركة المصدرة للأصول المالية شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري.

-تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين، على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.

---

[1] عبد الله سناجقي، مرجع سبق ذكره، ص97.

*TCC: Les Teneurs de Compte-Conservateurs de titres.

[2] COSOB , Rapport annuel 2017, p 32.

[3] شيخي بلال، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس الجزائر، 2006/2005، ص196.

-إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية، ويتطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقرير في شأن الرقابة الداخلية في الشركة.

-نشر القوائم المالية مصادق عليها لثلاث سنوات مالية سابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول، مع ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة تقديم الطلب.

-تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

-ضرورة إعلام شركة تسيير البورصة عند القيام باستعمال معلومة مميزة أو خاصة من قبل أحد المساهمين بحوزته مراقبة المؤسسة على حساب غيره من المساهمين، حيث يكون من حق اللجنة الفصل في مثل هذه الحالة.

- الشروط الخاصة

هناك شروط تتعلق بالأسهم وشروط أخرى متعلقة بالسندات سنحاول ذكرها كما يلي:[1]

2-الشروط الخاصة بالأسهم: تتمثل الشروط الخاصة بقيد الأسهم في بورصة الجزائر في الآتي:

- ضرورة توزيع ما نسبته 30% على الأقل من رأس المال الإجمالي للشركة.
- أن تتوفر الشركة المصدرة على رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار جزائري محررة بالكامل عند الاكتتاب.
- توزيع الأسهم المعروضة للجمهور على عدد لا يقل عن ثلاثة مائة مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال.

3-الشروط الخاصة بالسندات: يتم قبول السندات للتداول في بورصة الجزائر ينبغي توافر ما يلي:

- أن تعادل قيمة القرض مائة مليون دينار جزائري على الأقل يوم الإدخال.
- توزيع السندات موضوع طلب القبول على مئة مكتتب على الأقل يوم الإدخال.
- قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المكتتبين.

[1] عملية الادراج في البورصة، متوفر في الموقع الالكتروني الخاص ببورصة الجزائر www.sgbv.dz

المطلب الثاني: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر.

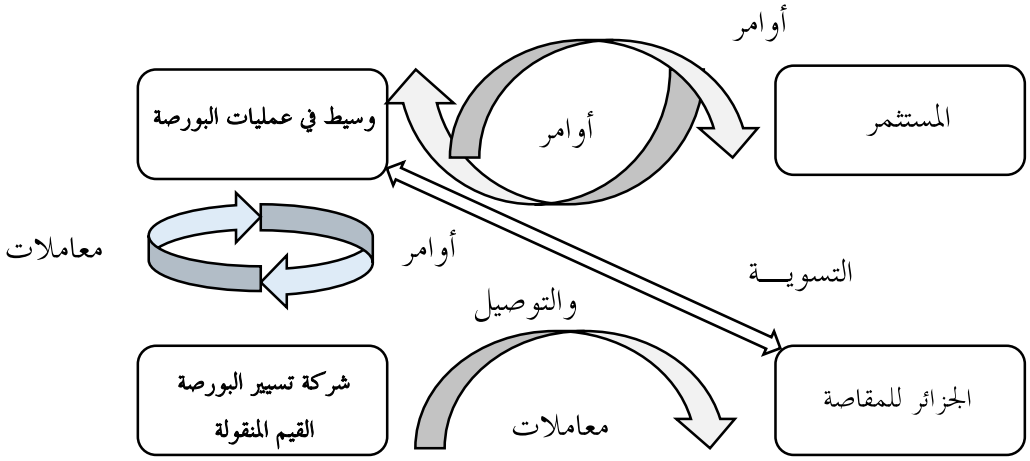
تتعدد وتختلف أنواع الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وذلك من خلال مجموعة من الأوامر وفق خطوات معينة تبين كيفية التعامل بها كما يلي:

الفرع الأول: أوامر بورصة الجزائر:

إن أدخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط معتمد في عمليات البورصة، لذلك يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليما من بينها:[1]

- هوية مقدم الأمر.
- الغرض من العملية، شراء أو بيع.
- عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر.
- كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول.
- السعر الأعلى(للشراء)والأدنى(للبيع) الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره.
- فترة صلاحية الأمر، والتي يجب ألا تتعدى 30يوما ابتداء من يوم انشائه.
- توقيع صاحب الأمر.

الشكل رقم (12): آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر كما يلي:



المصدر: بورصة الجزائر، أوامر البورصة، منشورات خاصة للعموم، 2014، ص09.

[1] سعاد الميلودي، متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، مالية وبنوك، جامعة شلف، 2017، ص223.

وطبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية:[1]

-بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:[2]

-أمر "**محدد السعر**": هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السند.

-أمر "بالسعر الأفضل": هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

-بيانات الصلاحية: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

-أمر صالح "لمدة يوم": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

-أمر صالح "لتاريخ معين": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

-أمر "ذو صلاحية محدودة": وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30يوما ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

-أمر صالح "لغاية تنفيذه": وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

-نوع خاص: يسمى أمر على "كل شيء أو لا شيء"، وهو عبارة عن أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

الفرع الثاني: طرق التسعيرة المنصوص عليها في بورصة الجزائر:

ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت.

فبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، وتقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:00 إلى11:00بالنسبة للأسهم

[1] أوامر البورصة، منشورات خاصة للعموم، متوفر في الموقع الالكتروني الخاص ببورصة الجزائر www.sgbv.dz

[2] نفس المرجع.

وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و، أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.

ليتم تسوية المعاملات المنجزة في بورصة الجزائر على الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات بعد ثلاثة أيام من أيام العمل الرسمية من تاريخ تداولها، ويتم تسوية المعاملات المتعلقة بسندات الخزينة العمومية بعد يوم واحد من تداولها في البورصة.[1]

[1] أوامر البورصة، منشورات خاصة للعموم، متوفر في الموقع الالكتروني الخاص ببورصة الجزائر www.sgbv.dz

المطلب الثالث: مؤشرات أداء بورصة الجزائر وصناديق الاستثمار.

لمعرفة أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ومدى مساهمته في تمويل الاقتصاد الوطني، لابد من الاعتماد على مؤشرات حجم التداول، قيمة التداول، وراس المال السوقي.

الفرع الأول: مؤشرات أداء بورصة الجزائر من 2010الي 2017.

تضم سوق الأوراق المالية في الجزائر نوعين رئيسين من الأدوات المالية المتعامل بها، يتمثل النوع الأول سوق الأسهم والثاني سوق السندات، وكل نوع يتضمن سوقين أولية وثانوية، وسوف نقوم بتقييم مؤشرات الأداء والفعالية لكل سوق وفق ما يلي:

الجدول رقم(12): حجم التداول وقيمة التداول وراس المال السوقي وعدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من 2010 الي 2017.

السنـــــــة	حجم التداول	قيمة التداول (مليار دج)	رأس مال السوق (مليار دج)	عدد الشركات المدرجة
2010	4984	4.984	7.9	2
2011	255 954	38.33	14.96	3
2012	168 327	11.75	13.03	3
2013	127 589	0.10	13,8	4
2014	110 165	8. 40	14.79	4
2015	2 213 143	18,24	15,43	5
2016	762 968	12,41	45,77	5
2017	/	/	/	/

المصدر: تقارير السنوية لبورصة الجزائر، لسنوات،2010 الي نهاية 2016.

التعليق على جدول السابـــــق.

من الجدول السابق يتضح لنا مدى تطور السوق الجزائري للأوراق المالية منذ عام 2010حتى نهاية2017 من خلال أيام التداول في كل سنة من حيث حجم التداول السنوي وقيمة التداول السنوية والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة وعليه يمكن تفصيل هذه التغيرات حسب كل سنة كأتي.

1-مؤشر عدد الشركات المدرجة:

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق حيث أن زيادة عدد الشركات يدل على نمو الاستثمارات في السوق، وبالتالي رفع أداء البورصة، أما بالنسبة لعدد الشركات الدرجة في بورصة الجزائر نجد أن هذا المؤشر ضعيف جدا حيث أن هناك خمس شركات مسعرة في البورصة، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين.

2-مؤشر حجم التداول وقيمة التداول والقيمة السوقية:

في عام: 2010.

خلال السنة المالية 2010، سجل النشاط في بورصة الجزائر للأوراق المالية انخفاض حاد ينعكس من خلال تقليص القيمة الإجمالية المسجلة على المبالغ المستردة من الأوراق المالية القابلة للتحويل وسندات الخزانة وهكذا فإن قيمة التبادلات التي سجلت في بورصة الجزائر في نهاية عام 2010 مستوى 4.984 مليار دينار جزائري مقابل 5.982 مليار في عام 2009 هو انخفاض بنسبة 16.7 ٪.

وكان هذا الاتجاه الهبوطي نتيجة لعدة عوامل، بما في ذلك عدم وجود العرض من سوق الأوراق المالية الوطنية في الأوراق المالية الجديدة الصادرة من قبل الشركات وإصدار السندات الصادرة عن شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 1 ديسمبر 2010 لدى الصندوق فرعي للأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة.

سجلت للسنة الثانية على التوالي انخفاضا في النشاط بما في ذلك القيمة المتداولة التي انخفض مستواها بأكثر من 25.27٪ مقارنة بالعام السابق من 896.65 مليون دينار في 2009 إلى670.07 مليون دينار في 2010.[1]

في عام: 2011.

شهدت البورصة الجزائرية في بداية عام 2011 تطورا ملحوظا حيث ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 50 ٪، أي ما يعادل أكثر من635 مليون دينار لتصل إلى 14،96 مليار دج عام 2011 مقابل 7،9 مليار دج في عام 2010، ويرجع ذلك إلى طرح أسهم شركة "أليانس للتأمينات" للتداول بتاريخ 2011/03/07 بسعر إدراج 830 مليون دينار جزائري.

[1] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2010, p14

كما شهد سوق الأوراق المالية نشاط كثيف في عام 2011 من خلال عملية التداول لجزء كبير من أوراق شركة أليانس للتأمينات، من ناحية أخرى، قد تضاعفت القيمة المتداولة من 4.984 مليار دينار في عام 2010 إلى أكثر من38.33مليار دينار في عام 2011.

ومن ناحية أخرى، ارتفع حجم التداول من 4984 في عام 2010، وبحلول عام 2011 تم تداول 255 954ورقة مالية.

في عام: 2012

في الواقع انخفضت القيمة السوقية بشكل طفيف خلال عام 2012 حيث وصلت إلى 13.03مليار دينار، في آخر اجتماع مغلق في نهاية السنة (أي 2012/12/31)، بنسبة 1.04٪ من الاختلاف. ويرجع هذا إلى تراجع أسهم كل الشركات المدرجة في البورصة حيث تراجع:

-سهم مؤسسة الأوراسي خلال سنة 2012من 500إلى 340دينار جزائري.

-سهم صيدال خلال سنة 2012من 700إلى 620دينار جزائري.

-سهم شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2012من 830إلى 825دينار جزائري

أما بالنسبة لقيمة التداول في البورصة الجزائرية خلال سنة 2012 والتي بلغت ما يعادل 11.75مليار دج وهو ما يعتبر تراجع حاد مقارنة بالسنة السابقة والتي بلغت قيمة التداول فيها 38.33مليار دج.

وبالنسبة لحجم التداول الذي بلغ 327 168 سنة 2012 فقد تراجع بشكل كبير مقارنة بسنة 2011 أين بلغ 954 255.

في عام: 2013.

من خلال ملاحظتنا للجدول السابق فيما يتعلق بالقيمة السوقية، سجلت هذه القيمة ارتفاعاً لتبلغ نحو 13,8مليار دج في نهاية سنة 2013 أي أكثر بنحو 0.05مليار دج بالمقارنة مع القيمة السوقية المسجلة في نهاية سنة 2012.

كما ارتفع الي 16.4ملياردج خلال السداسي الأول من سنة 2013 وذلك راجع الى دخول مجمع روبية الى البورصة الجزائرية ثم عاودت القيمة السوقية بالانخفاض لتصل الى 13.8 مليار دج بدخول شركة أليانس للتأمينات. [1]

[1] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2013, p5

أما بالنسبة لقيمة التداول في البورصة الجزائرية خلال سنة 2013 والتي بلغت ما يعادل 0.10مليار دج وهو ما يعتبر تراجع حاد مقارنة بالسنة السابقة والتي بلغت قيمة التداول فيها 11.75 مليار دج.

وبالنسبة لحجم التداول الذي بلغ 589 127 سنة 2013 فقد تراجع مقارنة بسنة 2012 أين بلغ 168 327.[1]

في عام: 2014.

في الواقع تغيرت القيمة السوقية بشكل طفيف خلال عام 2014، فإن القيمة ارتفعت من 13.82 مليار دينار في أول اجتماع لهذا العام (2014/01/02) لتصل إلى 14.79 مليار دينار، في آخر اجتماع مغلق السنة (أي 2014/12/31)، بنسبة 7.04٪ من الاختلاف.

خلال النصف الثاني من شهر سبتمبر، تميز بارتفاع سعر أسهم الأوراسي، بالنسبة 5.88 ٪، حيث سمحت للرسملة بالوصول إلى 15.11 مليار دينار، القيمة القصوى للسنة 2014.

أيضا، تجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية تقدر خلال الأشهر الأولى من عام 2014، من جانفي إلى ماي، إلى تلك المسجلة في نهاية نفس الفترة من العام السابق، بعد إدخال NCA-Rouiba السوق الرئيسي.

من ناحية أخرى، من جوان إلى سبتمبر، تم تسجيل الرسملة في عام 2014 انخفاضا لمتوسط القيمة من 7.69 ٪ مقارنة مع ما سجل في عام 2013، بعد سقوط تراجع أسهم أليانس للتأمينات.

انتهت القيمة الرأسمالية في الربع الأخير من العامين 2014 و2013 في القيم قريبة جدا وأغلقت عام 2014 عند 14.79 مليار دينار. [2]

شهدت بورصة الجزائر انتعاشًا للنشاط خلال عام 2014 للقيمة المتداولة، حيث تم تداول 110 165سندات خلال هذا العام، بلغ مجموعها أكثر من ثمانية (08) مليار دينار تم تداول فيها 589 سهم في 2013 وبلغ إجمالي التداول 101 مليون في سوق الديون تمثل فيه مؤسسة داهلي ثلاثة أضعاف في القيمة، حيث ارتفع من 36 مليون دينار في عام 2013 إلى 99 مليون دينار في عام 2014. وقد شكل سوق OAT قيمة تصل إلى 000 328 246 8دج، أي98.71 ٪ من النشاط في سوق الأوراق المالية.

[1] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2013, p5
[2] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2014, p9.

في عام: 2015.

شهدت البورصة الجزائرية في بداية عام 2015 تطورا ملحوظا حيث ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 4.30 ٪، أي ما يعادل أكثر من635 مليون دينار لتصل إلى 15،429 مليون دينار عام 2015 مقابل 14،793 مليون دينار في عام 2014، ويمكن تفسير هذه الزيادة الطفيفة من خلال تطور الشركات المدرجة، صيدال وEGH الأوراسي. [1]

شهد سوق الأوراق المالية نشاط كثيف في عام 2015. من خلال عملية التداول لجزء كبير من أوراق شركة أليانس للتأمينات، من ناحية أخرى، قد تضاعفت القيمة المتداولة من 923,28 2% من 41.4 مليون دينار في عام 2014 إلى أكثر من 1.2 مليار دينار في عام 2015.

ومن ناحية أخرى، ارتفع حجم التداول إلى 356,02 2 %، أي 90111وراقة مالية في عام 2014، وبحلول عام 2015 تم تداول 143 251 2 ورقة مالية

في عام: 2016.

من خلال ملاحظتنا للجدول السابق فيما يتعلق بالقيمة السوقية، سجلت هذه القيمة ارتفاعاً لتبلغ نحو 45,77مليار دج في نهاية سنة 2016 أي أكثر بنحو 30.33مليار دج بالمقارنة مع القيمة السوقية المسجلة في نهاية سنة 2015 والتي بلغت 15,43 مليار دج.

أما بالنسبة لقيمة التداول في البورصة الجزائرية خلال سنة 2016 والتي بلغت ما يعادل 12,41مليار دج وهو ما يعتبر تراجع حاد مقارنة بالسنة السابقة والتي بلغت قيمة التداول فيها 18,24مليار دج.

وبالنسبة لحجم التداول الذي بلغ 968 762 سنة 2016 فقد تراجع مقارنة بسنة 2015 أين بلغ 2 213 143.

والجدير بالذكر خلال عام 2016 في البورصة الجزائرية تنظيم اثنين من عمليات الاكتتاب خلال نفس العام، في مجموعة Biopharm وشركة الاسمنت عين الكبيرة، حيث بلغت قيمة تداول Biopharm 699 مليون دينار جزائري. [2]

في عام: 2017.

لا يوجد تقرير منشور من بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

[1] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2015, p06.
[2] Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2016, p08.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار في البورصة الجزائرية.

انطلاقا من دراستنا لواقع صناديق الاستثمار في دولة مصر العربية وما تلعبه من دور في تنشيط السوق المالي، لأنها تعد من أفضل السبل والوسائل لاستثمار صغار المستثمرين من غير ذوي الخبرة بطبيعة التعامل في السوق المالي.

1-هيئات التوظيف الجماعي في الجزائر

تم تحديد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها عن طريق الأمر 08المؤرخ في 10جانفي 1996من خلال إنشاء هيئتين للتوظيف الجماعي هما:[1]

- شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير.
- الصناديق المشتركة للتوظيف.

أولا-شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV*تعتبر من شركات المساهمة حسب المشرع الجزائري، وتخضع لأحكام القانون التجاري وهدفها تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول، وقد حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري، ولا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم.

ويمكن لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تصدر أسهم في كل وقت، ويعاد شراؤها بناءاً على طلب أي مكتب أو مساهم بقيمة تصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها نفقات وعمولات حسب الحالة، كما يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تحدد بموجب لائحة وفق مقتضيات السوق، دورية هذه الأسهم وإعادة شراؤها.

وقد تم اعتماد شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 10-98المؤرخ في 31مارس1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي المكونة من البنك الوطني الجزائري، الشركة الجزائرية للتأمينات وبنك التنمية المحلية برأسمال مبلغه 120مليون دج وتجدر الإشارة بأنه حتى يتمكن قبول أسهم شركة الاستثمار ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة ينبغي عليها أن تخضع للقواعد التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتمثلة فيما يلي:

- أن لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال.

[1] الأمر رقم، 96/10 الصادرة بتاريخ 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

* Organismes de placement collectif en valeurs mobiliers

- لا تخضع التنازلات عن الأسهم إلى شرط موافقة المساهمين.
- يجب أن تكون الأسهم مسددة بالكامل عند الاكتتاب.
- يجب دفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال ستة (06) أشهر كحد أقصى أجل بعد إقفال السنة المالية.
- يجب عليها تعليق عملية إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأسمالها نصف المبلغ الأدنى المحدد.

2-الصناديق المشتركة للتوظيف: FCP*

هذه الصناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية، بل هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب حامليها، وتعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن أن تكون موضوع قبول في البورصة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحدد رأسمال الصندوق بمليون دج كحد أدنى.[1]

إن الهدف من اختيار هذه الأدوات هو السماح للمدخر المستثمر تحقيق السيولة والمردودية حيث يستفيد المستثمر من هيئات التوظيف الجماعي من تسيير أفضل لمحفظته، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار، كما أن التسيير الجماعي للأوراق المالية قد يحقق امتيازات فعلية منها:

- تقديم أفضل إعلام وبأقل تكلفة، باعتبار أن جمع المعلومات يحمل في طياته تكاليف عالية لا يستطيع عادة المدخر الفرد أن يتحملها لوحده.
- تقديم خبرة أكبر ومقدرة كبيرة على التنبؤ بالأحداث، ومن ثم القيام برد فعل سريع.
- تعتبر هذه الوسيلة كقناة لتوجيه المدخرات الفردية لاستثمارها في بورصة الجزائر.
- الاستفادة من إعفاءات جبائية، حيث نص قانون المالية لسنة 2003على إعفاء ولمدة خمس سنوات مداخيل السندات والأوراق المالية المماثلة ذات أقدمية تساوي أو تفوق خمس سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

[1] عمر عبدو، مرجع سبق ذكره، ص234.

* Fonds commun de placement

الفرع الثالث: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

تعد الجزائر أكثر الدول العربية تخلفا في هذا الجانب خصوصا مع غياب الشفافية في العمليات المالية.

1-شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"

تم اعتماد الشركة سنة،1998إلا أن رأس مال الشركة مازال مقفل يحوزه فقط المساهمون المؤسسون دون سواهم (البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين)، حيث كان رأس مالها يقدر بـــ 120مليون دج، كما وصل سنة 2013إلى حدود 167مليون دينار، وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة بتاريخ 08أفريل 2010من اجل تفويض تسيير الشركة إلى مهني مسير يستوفي شروط الكفاءة والنزاهة المعترف بها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[1]

الجدول رقم (13): تطور نتائج شركة الاستثمار ذات الرأسمال المحدود سليم.[2]

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
النتيجة المحاسبية	3.676.654	1.130.839	13.493	547.098	547.098	731.558	431.468	/
الأصول الصافية	174.344.845	177.518.773	171.086.162	167.782.784	173.474.905	176.329.146	173.977.926	/

المصدر:

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob", 2010, p79
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob", 2011, p93
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob", 2014, p35
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob", 2015, p85
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob", 2016, p72

من خلال الجدول نلاحظ أن:

الشركة سجلت نتيجة محاسبية لسنة 2010في حدود 3.676.654دج مقارنة بسنة 2009وصلت إلى 1.541.848دج، أما فيما يخص صافي الأصول فقدر قدرت سنة 2010بـــ 174.344.845دج مقارنة بـــ 170.250.420دج سنة، 22009كما سجلت الشركة نتيجة محاسبية لسنة 2011في

[1] Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"**rapport annuel cosob**",2010,p79
[2] Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"**rapport annuel cosob**",2010,2016

حدود1.130.839دج، كما سجلت النتيجة المحاسبية لسنة 2012انخفاضا وصل إلى 13.493أما فيما يخص صافي الأصول فقدر قدرت سنة 2011بـــ 177.518.773دج مقارنة بـــ171.086.162دج لسنة ،2012كما شهد سنة 2013زيادة في النتيجة المحاسبية وصلت إلى 547.098دج مقارنة بسنة 13.493 (2012دج)، أما فيما يخص صافي الأصول فقد وصلت سنة 2013إلى167.782.784دج.3 فيما يخص استثمارات الصندوق لسنة 2011كانت موزعة 16.7%في الأسهم و 61.2%على شكل سندات والباقي عبارة عن استثمارات في ودائع لأجل. أما فيما يخص استثمارات الصندوق لسنة 2012كانت موزعة 15%في الأسهم و 53%على شكل سندات والباقي عبارة عن استثمارات في ودائع لأجل، أما توجهات الاستثمار للصندوق خلال سنة 2013على موزعة على 13%عبارة عن استثمارات في الأسهم، 38%في السندات والباقي 46%على شكل ودائع لأجل.

2-صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل: (FSIE*) تم إنشاء صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005ضمن مواد 58حتى 62، وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأس مال متغير، يتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال أخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتم توظيف أمواله في القيم المنقولة التي تتوفر فيها ضمانات كافية.

لقد شرع الصندوق في نشاطه المتمثل في جمع اكتتابات الأشخاص الطبيعيين على أثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 27جانفي 2009، حيث سجلت سنة 2009تجميع 1105سهم مكتتب فيه أي 50مساهم بمبلغ اجمالي يقدر بـــ 198.900دج.[1]

في سنة 2010 قام الصندوق بحملة توعية وترويج لتشجيع وتطوير الاشتراك لدى الموظفين، حيث أبرم الصندوق اتفاقية مع المؤسسات التالية BADR- AECELOR-MITTAL-ENASEL et AGENOR من أجل استهداف محتمل للمشتركين في حدود 15000مشترك، في نهاية سنة 2010وصل عدد

* FSIE: le fonds de soutien a l'investissemet pour l'emploi

[1]Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2010,op-cit, p79

المشتركين إلى 113مساهم و 1533سهم مكتتب، فيما يخص إجمالي الأسهم المشترات منذ انطلاق الصندوق وصل إلى 2638سهم.[1]

أما في سنة 2012قام الصندوق بحملة توعية وترويج لتشجيع الموظفين، حيث تم ابرام اتفاقية مع 31شركة وطنية وخاصة مجمع (صيدال، البنك الوطني الجزائري، سونلغاز، نفطال، بيمو للصناعة، حمود بوعلام، ميشلان الجزائر...الخ) وذلك من أجل استهداف المشتركين. حيث وصل العدد التراكمي للأسهم المشترات 32.202سهم مقابل 2638سهم خلال سنة ،2010مع العلم ان سعر الاشتراك يقدر بـــ 200دج.[2]

فيما يتعلق بسنة 2012فقد وصل إلى 10010سهم مكتتب وقدر عدد المشتركين بـــ 176مشترك من بينهم 145مشترك تابع للبنك الفلاحة والتنمية الريفية، وصل العدد التراكمي للأسهم المشترات إلى 42.425سهم سنة 2012أي ما مجموعه حوالي 8.4مليون دج.[3]

فيما يتعلق بسنة 2013فقد وصل عدد المشتركين إلى 19.972 سهم مكتتب بـــ 292شخص مكتتب، مع وصول العدد التراكمي للأسهم المشترات إلى 62.397سهم سنة 2013أي ما مجموعه 12.5مليون دج.[4]

3-شركات رأس المال الاستثماري: طبقا لأحكام القانون رقم 06 -11المؤرخ في 24جوان 2006المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري ولا سيما المادة 10منه فإنه من مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إعطاء رأيها فيما يتعلق بعروض إنشاء شركات رأس المال الاستثماري.

[1]Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2011,op-cit, p93
[2]Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2012,op-cit, p57
4Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2013,op-cit, p57
[4] Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2014,op-cit, p36

شهدت سنة 2009إنشاء أول شركة استثمارية اسمها " El djazair Istithmar" شركة ذات مساهمة، يبلغ رأس مالها مليار دج، حيث تعود ملكيتها إلى بنك الفلاحة والتنمية الريفية وصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب 70%و30%على التوالي.[1]

شهدت سنة 2012انشاء شركة "Finalep*"صدر قرار الموافقة من وزارة المالية بتاريخ 02ماي 2012براسمال قدره 191.700.000دج تعود ملكيتها إلى بنك التنمية المحلية، بنسبة 40%للوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة، 28.74%القرض الشعبي الجزائري بنسبة،20%والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.26%.[2]

بالرغم من ذلك نجد أن البورصة الجزائر لا تحتوي على منافذ استثمار سواء على شكل صناديق الاستثمار أو حتى محافظ استثمارية بالرغم من المجهودات المبذول من طرف الدولة.

بعد انعقاد المجلس الوزاري في تاريخ 22فيفري 2011على انشاء 48صندوق استثماري ولائي من بين مهام: تمويل المشاريع المنجزة من طرف أصحاب المشاريع الشباب بالمساهمة في رأس المال شركاتهم الصغيرة والمتوسطة.

- تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الرأس المال الضئيل إلى الائتمان المصرفي من خلال تحسين هياكلها التمويلية.

- تمويل كل صندوق: عن طريق الوقف الدوري لـــ 1مليار في حساب تخصيص خاص لخزينة الدولة.

مستوى الحد الاقصى للتدخل: المساهمة بنسبة 49% في راس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع وضع حد أعلاه 50مليون دينار جزائري ما عدا الاستثناءات التي تسمح بها وزارة المالية.

[1] Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2010, op-cit, p80.

* La sociéte Financiére Algéro-Européenne de participation

[2] Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob",2012, op-cit, p58.

خلاصة الفصل:

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشاؤها في الشرق الأوسط، وتعود جذورها للقرن التاسع عشر عندما تم إطلاق بورصة السلع في الإسكندرية عام 1883.

وتطور أداء بورصة مصر، حتى أصبحت من أفضل 5 بورصات في العالم في الأربعينيات، ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع الخاص تضاءل دورهما بصورة كبيرة، حتى جاء برنامج الإصلاح الاقتصادي في التسعينيات وأعاد إحياء البورصة عبر تفعيل دور القطاع الخاص، خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992.

وبعد صدور القانون رقم 95لسنة 1992والذي سمح للبنوك وشركات التأمين بإنشاء صناديق الاستثمار، وبالتحديد في سبتمبر 1994تم إنشاء أول صندوق استثمار برأسمال قدره 100 مليون جنيه، وبنهاية العام بلغ العدد ثلاثة صناديق برأس مال قدره 500مليون جنيه، ثم تولت صناعة الصناديق حتى نهاية 2017وصل عددهم 99صندوقا برأس مال قدره 24.4مليار جنيه، أي ما يعادل 8.2مليار دولار.

ونظرا لأهمية الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني، فقد أوجد المشرع نظاما جديدا لإدارة تلك الصناديق وأسماه 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 بنوعيها " المفتوحة والمغلقة" إلى رقابة الهيئة العامة لسوق المال، كما تخضع صناديق الاستثمار المفتوحة إلى رقابة البنك لمركزي أيضا.

وقد أثبتت صناديق الاستثمار نجاحها النسبي في السوق المصرية بتكونيها لمحافظ مالية مع الأخذ في الاعتبار ضآلة حجم الأموال المستثمرة فيها في جميع مراحلها التي مرت بها من انتعاش وأزمة وتصحيح وتراجع، حيث أنه بالرغم من انخفاض الأسعار في بعض الفترات إلا أنها تعتبر أفضل وسيلة للاستثمار في الأوراق المالية، وأدائها يعتبر أفضل أداء مقارنة بأداء السوق خاصة أنها تحمي المستثمر الصغير وذلك عن طريق تنويع المحتفظ المالية في هاته الصناديق، مما خلق دخل فردي جديد للموطن البسيط الذي يستثمر فوائضه المالية في هذه المحافظ دون خوف من المخاطر خصوصا أن لهذه الصناديق خبرة فاقت العشرين سنة.

نظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها البورصة في تمويل الاقتصاد الوطني، من خلال حشد الموارد المالية اللازمة وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات، سارعت الجزائر كغيرها من الدول إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، ولكن بالرغم من اتخاذ القرار بإنشائها عام ،1990فإنها لم يبدأ التعامل فيها إلى عام 1999وبصفة غير فعالة.

حيث يقدر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر بخمس شركات، ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة والقادرة على الإدراج في البورصة نظرا لعدم استيفائها لشروط الإدراج، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين.

كما تعتبر من أضعف البورصات العربية من حيث الأداء السوقي سواء تعلق الأمر بحجم وقيمة التداول وفي عدد الصفقات المنفذة، وأيضا من حيث صناديق الاستثمار يوجد فيها فقط ثلاثة صناديق وهي غير فعالة وغير نشطة دون إجراء عمليات التطبيق عليها.

خاتمـــــــــة

خـــاتمـــــة:

تعد صناديق الاستثمار أحد الآليات التي جاءت مصاحبة لتطور سوق الأوراق المالية وكأحد الآليات التي أصبحت موضع اهتمام كبير جدا من المدخرين لما توفره من مزايا تقلل مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبأساليب إدارية محترفة، كما تسيل لعاب الباحثين عن التمويل لما تتوفر علية من أموال ضخمة بفضل اشتراك عدد من المستثمرين خاصة صغار المستثمرين الذين ليس لهم القدرة المالية على تكوين محافظ استثمارية.

إن تكوين محافظ الأوراق المالية في صناديق الاستثمار بمثابة سياسة استثمارية حديثة، تعمل على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف، وعلى رأسها تحقيق العوائد بأقل مخاطر ممكنة، ويمكن تحقيق هذا بالتنويع، أي بتنويع موجودات المحفظة المالية بين الأصول الخطيرة والأصول غير الخطيرة، مما يجعل عملية تكوين المحفظة المالية عملية معقدة تتحكم فيها مجموعة من القيود والعوامل والمحددات، وكذا المقومات.

يعتبر عاملا الوقت وعدم وجود دراية والخبرة بإدارة المحفظة المالية لدى المستثمرين سواء كانو صغار أو كبار، جعلهم يبحثون عن من ينوب عنهم في تكوين وإدارة هكذا محافظ، وعليه تعد صناديق الاستثمار أفضل ملاذ لمن يبحث عن تعظيم راس ماله سواء كان كبيرا او صغير وتجنب المخاطرة الى أقصى حد ممكن.

إن امتلاك صناديق الاستثمار للأجهزة الفنية المتخصصة، والخبرات الشخصية والإمكانيات المادية المتعددة مكنها من القيام بإدارة المحافظ المالية، حيث تتميز بقدر كبير من المسؤولية والحرص مما يساعدها على حماية أموال المحفظة المالية من المخاطر، مستعينة في ذلك بمختلف النماذج والنظريات العلمية المتعلقة بإدارة محافظ الأوراق المالية.

بهذه المميزات تبوأت صناديق الاستثمار مكانة كبيرة ساعدتها على لعب ادوار كبيرة في الاقتصاد ككل وسوق الأوراق المالية بشكل خاص.

وشهدت الأسواق المالية العربية اهتمام كبير بإنشاء صناديق الاستثمار، وكان على رأس هذه الأسواق سوق الأوراق المالية المصري، حيث يعتبر هذا السوق من بين أكبر أسواق الأوراق المالية العربية من كل الجوانب سواء القيمة السوقية، قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، كما تعتبر مصر من الدول العربية السباقة في إنشاء صناديق الاستثمار، والآن تملك عدد كبير من صناديق الاستثمار على المستوى

العربي حيث تقوم بإدارتها شركات استثمار دولية ومحلية ساهمت في تدويل البورصة مصرية، إلا أن أثر صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مصرية مزال محدودة نوعا ما.

تعتبر التجربة المصرية مثلا يقتدي به خصوصا في الجزائر حيث تعد البورصة الجزائرية الغائب الأكبر في العالمين العربي والغربي و لم تفلح جل الإصلاحات في إعادة تنشيطيها منذو انشائها مطلع التسعينات.

كما تعتبر تجربة الجزائر في الاستثمار من خلال انشاء صناديق استثمارية فقيرة او تكاد تكون معدومة مع وجود تعتيم في الافصاح المالي الامر الذي انجر عنه نفور المستثمرين من السوق المالي الجزائري.

أولا: نتائج الدراسة:

- تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمارية في السوق المالية، كما توفر للمستثمرين ميزة الانتقاء والاختيار لتشكيلة الأوراق المالية.

-تعمل صناديق الاستثمار على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق، بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك استثمار فائض السيولة لديها.

-تسمح صناديق الاستثمار لفئات مختلفة من المستثمرين الولوج إلى السوق، لأنها توفر لهم إمكانية تنويع استثماراتهم من أجل الحصول على العائد مع إمكانية تقليل المخاطرة بفضل تواجد إدارة متخصصة تقوم بتسييرها

-يتأثر أداء صناديق الاستثمار بالتقلبات والتغيرات التي تحصل في السوق.

-تتشكل محفظة الأوراق المالية من أدوات نقدية (أذونات الخزينة ....)، وأدوات مالية (أسهم وسندات).

- العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض بصورة طردية.

-أداء المحافظ المالية راجع لكفاءة وخبرة مدير المحفظة.

-بالرغم من التطورات التي شهدتها سوق مصر للأوراق المالية يبقى التعامل في صناديق الاستثمار لم يرقى لمستوى باقي دول العالم.

-أما بالنسبة لبورصة الجزائر فيبقى التعامل بصناديق الاستثمار ضعيف جدا.

ثانيا: اختبار فرضيات الدراسة:

بالنسبة للفرضية الأولى: (صناديق الاستثمار هي عبارة عن مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة تتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تقوم استثمارها من خلال شراء أوراق مالية مختلفة) صحيحة لأن الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي جمع المدخرات

من الأفراد والمؤسسات عن طريق إصدار صكوك أو وثائق موحدة القيمة على أن تقوم باستثمار هذه المدخرات في تكوين محفظة أوراق مالية.

وبالنسبة للفرضية الثانية: (تعتبر محفظة الأوراق المالية تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات تكون جزء من مجموعة من المحافظ المكونة في الصندوق، يعني أي تأثير يكون متبادل) صحيحة لأن الهدف من المحفظة المالية هو التنويع للتقليل من المخاطر وتحقيق عائد مقبول.

أما بالنسبة للفرضية الثالثة: (يمكن اعتبار بورصة مصر من أكبر أسواق الأوراق المالية العربية تعاملا فيما يخص صناديق الاستثمار حيث تحوز مصر على أكثر من 100 صندوق، بينما تبقى الجزائر متأخرة جدا في التعامل بصناديق الاستثمار وهذا التأخر ناتج عن ضعف الأداء في القطاع المالي والنقدي) صحيحة حيث بعد الدراسة العميقة لبورصة مصر تبين أن صناديق الاستثمار تحقق نتائج لا بأس بها من خلال حجم التداول ومؤشرات تطورها الإيجابية، بينما تبقى الجزائر متأخرة جدا حيث لم إلا ثلاثة صناديق بحجم تداول ضعيف.

ثالثا: توصيات الدراسة:

وفي ضوء ما تقدم فان الدراسة تقدم التوصيات والمقترحات التالية:

-تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المتنوعة سواء عن طريق البنوك التجارية، أو عن طريق تشجيع الأفراد لإنشاء مثل هذه الصناديق، على أن يكون ذلك تحت إشراف الدولة، ووفقاً لتشريعات تصدر بهذا الخصوص.

-البدء بإنشاء صناديق الاستثمار عن طريق البنوك التجارية العاملة في الجزائر، حتى يتم ترسيخ هذه الفكرة وقبولها لدى المجتمع، وكذلك للاستفادة من الخبرات الموجودة بالبنوك، خاصة إذا ما ساهمت هذه البنوك مجتمعة في إنشاء عدة صناديق استثمارية في شكل شركات منفصلة عن هذه البنوك، واستثمار أموال هذه الصناديق في مشروعات مختلفة بالداخل والخارج، ففي ضوء التطورات الاقتصادية والمالية المتسارعة في الساحتين العربية والعالمية: مثل تحسين مناخ الاستثمار وبرامج الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق المال، وتحرير الأنشطة الاقتصادية وبرامج الخوصصة ، فإن هذه الأمور وغيرها تحتاج وخاصة في البداية إلى خبرة مصرفية استشارية واستثمارية متخصصة.

-تمكين البنوك التجارية المحلية من البدء عن طريق المشاركة مع البنوك العربية أو الدولية، بإنشاء صناديق استثمار مشتركة توفر للمستثمرين أفرادا ومؤسسات الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق النقدية (أذونات الخزانة، الأوراق التجارية)، والمالية (أسهم وسندات)، والتجارية (سلع وخدمات).

وعندها سيكون بإمكان هذه الصناديق المشتركة أن تتعاون مع البنوك والمؤسسات المالية العالمية لتوفير صناديق استثمار للمستثمرين المحليين، بحيث يشرف البنك المحلي على تسويق نشاطات صناديق الاستثمار، في حين يتولى الشريك الأجنبي إدارة هذه الصناديق في الأسواق العالمية.

-إنشاء صناديق استثمار تنحصر أنشطتها في المشاريع غير المعتمدة على الفائدة (غير الربوية)، مثل المشاريع التجارية المعتمدة على تداول السلع، والإيجار، والعقارات والمشروعات الترفيهية والسياحية.

وذلك لاستقطاب واستثمار مدخرات شريحة لا يستهان بحجم مدخراتها تمنعهم الاستثمارات الربوية من توظيف أموالهم في البنوك التقليدية، في حين لا تتوفر لهم الآن الفرصة لتوظيف أموالهم (استثمارها)، وذلك إما لضعف خبراتهم أو لصغر مدخراتهم.

أما بالنسبة للمحافظ المالية فإن التوصيات التي يمكن أن تذكر أن العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض بصورة طردية وأن مدير المحفظة يولي هذه العلاقة أهمية كبيرة لأنها تشكل تفضيلات المستثمر في بناء المحافظ المالية لذلك لكي يمكن ادارة المعرفة المالية ضمن نطاق المحفظة المالية يجب أن تتحقق لدى مدير المحفظة المالية المعرفة التامة بالعناصر المؤثرة على أداء المحافظ المالية والمتمثلة بالآتي:

- على المدير أن يضع توقع احتمالي للخسارة والعائد المتوقع.
- هناك امكانية لحساب الخسارة المحتملة والتي تشكل درجة المخاطرة التي يرغب بها المستثمر.
- امتلاك المعرفة المالية الضمنية التي تجعل من اتخاذ الإجراءات الوقائية مقبولة للحد من فرص احتمال تحقق الخسارة.
- امتلاك بعد النظر الاستثماري إذ هناك مدة زمنية مناسبة لإنضاج وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.
- الاهتمام بالابتكارات وتنويعها لتقليل هامش الخطأ وتضييق احتمال حدوث الخسارة.

بعد الدراسة المعمقة لصناديق الاستثمار والمحافظ المالية المكونة في كل من السوقين الماليين المصري والجزائري نبعث بالتوصيات التالية وخاصة بالنسبة للجزائر:

-تنشيط بورصة الجزائر من خلال العمل على إدراج أكبر عدد من الشركات والمؤسسات الاقتصادية.

-نشر الثقافة البورصية لدى الأفراد والحث على الاستثمار.

-التشجيع على إنشاء صناديق الاستثمار من خلال تخفيف الإجراءات القانونية.

-الأخذ بالتجربة المصرية في مجال إنشاء صناديق الاستثمار والاستفادة من مزاياها.

-العمل على تحفيز المدخرين لاستثمار أموالهم مهما كان حجمها.

رابعا: افاق الدراسة:

في النهاية تبقى الإشارة إلى أن هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع، ومن خلال دراستنا تبين أنه يمكن لأبحاث أخرى أن تقوم بتناوله من جوانب أخرى التي لازالت في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة.

- متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في الجزائر.
- تقييم أداء محافظ الاستثمار وفق المؤشرات المركبة.
- دراسة أثر تكاليف إدارة الصناديق الاستثمارية على عائد الصندوق.
- تكوين محافظ مالية في صناديق الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية.
- دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والحديثة (اسلامية).

قائمـــة المراجـع

قـــــائمة المـــــراجع:

أولا-مراجع باللغة العربية:

أ -الكتب:

1. إبراهيم الكراسنة، الإرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005.
2. أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1999.
3. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002.
4. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
5. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، القاهرة، مصر، 2008.
6. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
7. أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2006.
8. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولي، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
9. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
10. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
11. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر،2007.
12. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الطبعة الاولي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

13. حسني خليل محمد، تطوير وتنمية سوق المال بمصر، المؤتمر العلمي السنوي المدخرات في مصر، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 1989.

14. الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.

15. حسين عطا غنيم، دراسات التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005.

16. حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، عين شمس، مصر، 1998.

17. حنفي عبد الغفار، رسمية زكي قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2011.

18. خالد محمد يسري الموازيني، البورصة في مصر 1995 الخصائص، مؤشرات النجاح، منشورات مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، 1996، القاهرة.

19. رسمية زكي قرياقص، أسوق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999.

20. رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار النشر، بدون بلد النشر، 2007.

21. سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي،2007.

22. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر،2006.

23. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.

24. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

25. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.

26. عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، هيئة الأوراق المالية، الأردن ،2007.

27. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص2000.

28. عبد الغفار حنفي، استراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر،2007.

29. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق رأس المال، شركات التامين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر.

30. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الطبعة الثانية، الشركة العربية المعتمدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010.

31. عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الطبعة الاولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010.

32. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009.

33. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.

34. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010.

35. على عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، أطروحة دكتوراه في القانون التجاري، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.

36. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، ادارة البورصات العالمية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الاردن،.

37. عمرو مصطفى أبو أزيد، صناديق الاستثمار في مصر الأموال والإدارة دراسة مقارنة، الجزء الأول، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، 1997.

38. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

39. فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية، طبعة الأولي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2012.

40. فخر الدين علي الفقي وآخرون، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية "كونا"، القسم الاقتصادي،1996.

41. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2009.

42. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، 2006، علم الكتاب الحديث، الأردن.

43. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009.

44. كمال طلبة متولي سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر،2011.

45. محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك لنشر والتوزيع، القاهرة.

46. محمد الصالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1994.

47. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997.

48. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،2005.

49. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2009.

50. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

51. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

52. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم –سندات –أوراق مالية، دار الحامـــد، عمـــان، الأردن، 2006.

53. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الأردن، 2006.

54. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011.

55. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، مصر، 2005.

56. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.

57. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشاة المعارف، 1999.

58. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.

59. منير ابراهيم هندي، ادوات الاستثمار في اسواق راس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر،1999.

60. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، 2010، الإسكندرية.

61. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، 1999.

62. ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، عمان،1999.

63. النظم المالية والتمويلية، المبادئ والتطبيقات، الطبعة الأولى، تأليف مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم الخزامي دار الفجر للنشر والتوزيع، 2007.

64. هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية، الطبعة الأولي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2011.

65. هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003.

ب-رسائل وأطروحات جامعية:

65. بخالد عائشة، التنويع كأداة لتدنئة المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2010/2009.

66. بوشلاغم نورالدين، دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، أطروحة ماجستير، تخصص اقتصاد المالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية جامعة وهران،2011.

67. جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، أطروحة ماجستير، جامعة عنابة، 2007/2008.

68. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008.

69. سارة عبدلي، أساليب قياس حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، مذكرة ماستر في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2012/2011.

70. سامية زيطاري، ديناميكية اسواق الاوراق المالية في البلدان الناشئة حالة اسواق الاوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

71. سعاد الميلودي، متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، مالية وبنوك، جامعة شلف، 2017.

72. سعيدي فاطمة الزهراء، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة حالة الجزائر (2000 -2004)، أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، 2005.

73. سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جـــامعـــة الجزائر 3، 2010/2009.

74. الشبيلي يوسف عبد الله، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005.

75. شيخي بلال، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس الجزائر، 2006/2005.

76. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر،2013.

77. عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، سنة، 2008.

78. على بن ظب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة ما بين، 2008-2006 أطروحة ماجستير في العلوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

79. غانم إياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، أطروحة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا ،2009.

80. فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، أطروحة ماجستير في علوم التسيير تخصص، محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف،2011.

81. قاسم شاوش لامياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، 2005.

82. منصوري الحاج موسى، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية حالة سوق دبي المالي، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

83. منصوري الحاج موسى، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية حالة سوق دبي المالي، أطروحة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

84. نسيمة لعبادي، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر، أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004.

85. نور الدين بهلول، الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، أطروحة ماجستير في علوم المالية، جامعة عنابة، 2006/2005.

86. هشام البخفاوي، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، أطروحة ماجستير في العلوم القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.

87. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997.

88. يوسف بن عبد الله الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2006.

ج-ملتقيات:

91. 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 23-22مارس ،1997.

92. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، ماي، 2005.

د-المجلات ودوريات:

93. الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7 ،2011.

94. مصطفى علي أحمد، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل -الجزء الثاني، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 23،22 مارس 1997.

95. منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد، متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد، 33العدد، 3سوريا،2011.

96. نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر 1994.

97. الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7 ،2011.

هـــ-التقارير:

98. بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)، 2017.
99. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2010.
100. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2011.
101. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2012.
102. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2013.
103. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة، 2014
104. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2015.
105. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2016.
106. تقارير السنوية للبورصة المصرية، لسنة،2017.
107. المجموعة المالية هيرمس لإدارة الأصول، صناديق الاستثمار "الاستثمار الأمثل لصغار المستثمرين، نشرية المجموعة، 2007.
108. سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي،2007.
109. منشورات وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية، 1992-2001 جمهورية مصر العربية، 2002.
110. الهيئة العامة لسوق المال، البورصة والأوراق المالية، منشورات وزارة شئون الاستثمار والتعاون الدولي، 1984.
111. وزارة الاستثمار، الهيئة العامة لسوق المال، منشورات الوزارة، 1991.

ثانيا –مراجع باللّغة الأجنبية:

أ–الكتب:

1. Aswath Damodaran, Finance D'Entreprise, 2^eedition revue et corrigée, de boéck, 2008, paris.
2. Bodie Z Kane, A Marcus. - Investments 6th edition Mc Graw -Hill – 2005.
3. Charles ,L- personal Finance - University Cincinnati -1975.
4. Gup ,B , Management of financial institutions , Hought Mifflin company - 1984.
5. Horbert , Fdouyall, Jack E, Gaumnitz Capital Markets an Institutions. third Edition - New jersey- 1975.
6. M.Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition Dar Houma ; Alger ; 2002.
7. Marcus bodie kane, Investments, Mc Graw-Hill, United states of America, Fifth edition, 2003.

ب–رسائل وأطروحات جامعية:

1. Bqsse; I.Azab.the performance of the Egyptian Stock Market .the University of Birmingham.Business
2. Charfi Malek, Portfeuilles, internationaux et marchés emergents: diversification et consequences etude.
3. de l'éffet contagion en periode de crise cas de la crise des subprimes, institut des hautes etudes comerciales de sousse- actuarial et finance, TUNISIE,2008.
4. Fund Flows, Purdue University. Economics and Management journal.Volume13, Number2.2005.
5. Jacques Hamon, BOURSE ET GESTION DE PORTEFEUILLE, ECONOMICA, 2eédition, PARIS, 2005.
6. Philippe Bernard, Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers, paris, 2007.
7. Pierre vernimmen, finance d'entreprise, dalloz, 6^eedition, paris, 2005.

د–ملتقيات والمجلات:

1. Cooper J Michael, 2003.Changing names With style: Mutual Funds Name Changes and their Effects on Finance, May,51(2).
2. warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with the real estate Mortgage Crisis, Journal.
3. Theodore E.Day et Yi wang, 2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Protfolios,Journal of School. Sept.2002.

هـــ-التقارير:

1. Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2010.
2. Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2013.
3. Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2014.
4. Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2015, p06.
5. Bourse d'alger ,"rapport d'activite",2016, p08.
6. bourse,"rapport annuel cosob",2010.
7. bourse,"rapport annuel cosob",2012.
8. bourse,"rapport annuel cosob",2013.
9. bourse,"rapport annuel cosob",2014.
10. COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.
11. COSOB, Rapport annuel 2014, p 24.
12. COSOB , Rapport annuel 2017, p 32.
13. Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012.
14. Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012.
15. Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012.

ثالثا -مواقع الأنترنت:

1. http://www.egx.com.eg بورصة مصر.
2. http://www.sgbv.dz بورصة الجزائر.
3. http://www.cosob.org لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
4. http://www.amf.org.ae صندوق النقد العربي
5. http://dev.showmethefunds.com .Byالبورصة
6. http://eima.org.eg بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)
7. Guide of Closed-End Funds, www.closed-end funds.com,date of consultation.
8. http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf" consulté .
9. http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf consulté.

ملاحـــق

الملحق رقم (1): أداء صناديق الاستثمار المصرية من 2013 الي 2017/12/31

Egyptian Investment Management Association

EIMA

Performance of Egyptian Mutual Funds

31-Dec-17

Fund	Management Company	Inception Date	Initial Value	NAV	Weekly		4 Weeks		Year to date **		Last 12 months		2 Years		3 Years		5 years		6 years	
				31/12/17	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank	Return	Rank
Open End - Balanced Funds *																				
National Bank I [5]	Al Ahly Funds Management	Sep-94	10	42 64	-0 15%	7	-0 24%	8	21 87%	5	21 87%	5	54 61%	7	19 36%	6	56 09%	6	93 14%	5
Banque Misr I [1]	Misr Capital Investments	Feb-95	100	204 6310	1 05%	4	2 02%	5	17 91%	7	17 91%	7	72 21%	4	54 24%	3	118 67%	4	167 60%	3
National Bank of Kuwait (Al Mezan) [11]	NBK Capital Asset Management Egypt	Aug-06	100	317 15648	1 16%	2	2 57%	4	25 10%	4	25 10%	4	75 28%	3	47 89%	4	127 33%	2	202 41%	1
Principal Bank for Development & Agricultural Credit (Al Masai)	Hermes Funds Management	Apr-08	100	241 7300	1 54%	1	2 92%	3	25 85%	3	25 85%	3	59 68%	6	55 88%	2	121 08%	3	193 36%	2
Khair Fund [13]	Acumen Asset Management	Feb-10	10	23 38822	-0 93%	8	3 97%	2	38 91%	1	38 91%	1	98 60%	1	64 66%	1	148 90%	1	n/a	
Credit Agricole Egypt IV (Al Thoqa)	HC Securities	Aug-11	100	238 09	0 74%	5	0 82%	6	14 70%	8	14 70%	8	68 60%	5	45 22%	5	104 63%	5	133 40%	4
Arab Investment Bank Fund III (Sanady) [17]	HC Securities	Dec-11	10	12 57382	0 41%	6	0 48%	7	19 38%	6	19 38%	6	n/a		n/a		n/a		n/a	
CIB Fund (Takamol)	CI Asset Management	May-15	100	157 83	1 15%	3	6 02%	1	29 29%	2	29 29%	2	87 54%	2	n/a		n/a		n/a	
Open End- Equity Funds *																				
Credit Agricole Egypt I	Hermes Funds Management	Oct-94	100	443 77	1 71%	12	4 79%	9	36 75%	5	36 75%	5	112 38%	9	72 16%	5	172 31%	5	276 99%	5
Bank of Alexandria	Hermes Funds Management	Dec-94	100	393 19	1 65%	13	4 73%	10	36 54%	6	36 54%	6	109 44%	11	71 84%	6	164 76%	6	262 66%	7
AMIG (Allied Investors) [8]	Prime Investments	Aug-95	100	333 20	2 08%	4	5 73%	5	36 23%	7	36 23%	7	114 65%	5	62 32%	12	154 83%	9	231 98%	12
Banque Misr II [2]	Misr Capital Investments	Sep-95	66 67	110 86	1 15%	20	2 15%	21	24 76%	17	24 76%	17	100 61%	15	58 75%	15	139 54%	14	206 15%	17
National Bank II [15]	Al Ahly Funds Management	Oct-95	100	76 52	-0 23%	25	-0 69%	26	n/a		n/a		n/a		n/a		n/a		n/a	
Banque du Caire [6]	Hermes Funds Management	Nov-95	10	127 41	1 77%	11	4 92%	8	37 54%	4	37 54%	4	114 24%	7	74 68%	4	190 49%	3	315 56%	2
EDBE (Al Khaleej) [7]	HC Securities	Oct-95	33 33	135 52	1 52%	15	4 25%	14	34 44%	10	34 44%	10	112 47%	8	66 67%	9	145 84%	13	233 04%	11
Suez Canal Bank	HC Securities	Dec-96	500	529 52	1 96%	7	4 55%	12	33 19%	12	33 19%	12	111 02%	10	63 19%	11	138 19%	16	217 01%	16
Credit Agricole Egypt II	Hermes Funds Management	Apr-97	100	202 71	1 64%	14	4 59%	11	35 61%	9	35 61%	9	107 59%	12	67 71%	7	162 93%	7	265 45%	6
Egyptian Gulf Bank	Hermes Funds Management	May-97	100	292 59	2 17%	3	5 28%	6	38 08%	2	38 08%	2	121 44%	3	75 22%	3	181 40%	4	296 49%	4
AAIB (Shield) [9]	Arab African Investment Management	Feb-98	50	226 24	3 28%	1	8 99%	1	33 25%	11	33 29%	11	114 59%	6	60 84%	13	151 08%	10	218 78%	14
Banque Misr III [3]	Misr Capital Investments	Dec-97	100	841 99	1 09%	22	2 36%	20	24 98%	16	24 98%	16	105 82%	14	66 82%	8	148 56%	11	243 29%	10
Misr Iran [4]	HC Securities	Jul-98	100	620 85	1 83%	9	3 70%	16	20 42%	20	20 42%	20	85 07%	19	42 98%	19	120 80%	17	201 49%	18
National Bank III [18]	HC Securities	Aug-05	100	142 02	1 54%	15	3 70%	17	20 78%	19	20 78%	19	97 19%	16	60 18%	14	146 86%	12	244 20%	9
CIB II (Istithmar)	CI Asset Management	Apr-05	100	187 09	1 34%	18	8 42%	2	44 14%	1	44 14%	1	147 54%	1	93 18%	2	208 12%	2	304 17%	3
National Bank V [19]	Al Ahly Funds Management	May-07	10	12 50	-1 15%	25	-2 69%	27	n/a		n/a		n/a		n/a		n/a		n/a	
Al Ahli Bank of Kuwait - Egypt Fund [16]	Sigma Funds Management	Apr-08	100	148 97	0 33%	23	1 60%	23	13 72%	23	13 72%	23	46 88%	23	7 04%	23	46 83%	21	87 60%	20
Housing & Development Bank Fund (Tasnim)	Prime Investments	Jun-08	100	228 52	2 18%	2	6 13%	4	37 58%	3	37 58%	3	120 88%	4	64 40%	10	158 96%	8	245 81%	8
ABC Bank Fund	Rasmala Egypt Asset Management	Aug-08	100	259 45	1 89%	8	4 43%	13	36 18%	8	36 18%	8	137 96%	2	97 83%	1	210 57%	1	342 30%	1
Suez Canal Bank Fund II (Al Agraf)	Beltone Asset Management	Oct-08	10	15 19000	2 02%	5	6 70%	3	29 17%	15	29 17%	15	85 02%	20	39 99%	20	94 38%	19	140 74%	19
Blom Bank Fund [21]	Blom Egypt Investments Asset Management	Jul-09	100	218 27	1 10%	21	3 99%	15	29 81%	13	29 81%	13	106 03%	13	54 04%	16	139 47%	15	226 67%	13
Pharos Fund I	Pharos Asset Management	Jul-09	100	131 97	1 99%	6	3 68%	18	11 89%	24	11 89%	24	31 30%	24	-1 44%	24	41 01%	22	87 03%	21
Pioneers Fund I	Aamal for Financial Investments	Jun-10	100	121 49000	-1 27%	27	0 95%	25	22 71%	18	22 71%	18	57 58%	22	34 85%	22	48 69%	20	83 99%	22
Beltone Traded Equity Fund (Insight) [14]	Sigma Funds Management	Sep-10	10	6 41	0 16%	24	1 26%	24	3 89%	25	3 89%	25	n/a		n/a		n/a		n/a	
Misr Al Mostakbal [12]	HC Securities	Jul-11	10	25 96	1 80%	10	3 67%	19	19 87%	21	19 87%	21	81 17%	21	39 07%	21	119 11%	18	218 41%	15
National Bank of Kuwait (Nama) [14]	NBK Capital Asset Management Egypt	Oct-11	10	18 75834	1 28%	19	1 74%	22	19 28%	22	19 28%	22	91 51%	17	47 57%	17	n/a		n/a	
Abli United Bank (Alfa) [20]	Hermes Funds Management	Feb-13	10	23 054310	1 49%	17	4 98%	7	29 77%	14	29 77%	14	87 06%	18	43 39%	18	n/a		n/a	
Capital Guaranteed Funds *																				
Misr Bank Capital Guaranteed	Cairo Funds Management	Oct-03	100	456 84	0 19%		1 11%		12 22%		12 20%		37 85%		30 58%		77 31%		88 34%	
Capital Protected Funds *																				
AAIB (Guard)	Arab African Investment Management	Dec-16	10	11 86004	1 48%		5 17%		17 26%		17 26%		n/a		n/a		n/a		n/a	

ملحق رقم (2): أداء صناديق الاستثمار المصرية من 2013 الي 2017/12/31

Egyptian Investment Management Association
EIMA
Performance of Egyptian Mutual Funds
31-Dec-17

Fund	Management Company	Inception Date	Initial Value	NAV 31/12/17	Weekly Return	Rank	4 Weeks Return	Rank	Year to date [14] Return	Rank	Last 12 months Return	Rank	2 Years Return	Rank	3 Years Return	Rank	5 years Return	Rank	6 years Return	Rank
Open End - Money Market Funds * [1]																				
Credit Agricole Egypt III [11]	Hermes Funds Management	Jun-09	1000	1000.00	C 32%	19	1.12%	13	14.80%	18	14.80%	18	26.38%	17	37.35%	14	65.36%	5	84.38%	2
Misr Money Market	Beltone Asset Management	Sep-04	10	33.50819	C 33%	6	1.22%	6	15.05%	14	15.05%	14	26.61%	14	37.50%	12	64.75%	8	83.51%	6
CIB (Cleo)	CI Asset Management	Apr-05	100	31.314	C 32%	12	1.19%	16	12.73%	27	12.73%	27	23.32%	26	34.27%	24	61.13%	22	79.58%	20
Misr Iran II	HC Securities	Jul-05	1000	1000.00000	C 33%	8	1.23%	10	15.21%	13	15.21%	10	26.74%	10	37.70%	8	64.43%	12	82.11%	14
Alexandria Bank II	Hermes Funds Management	May-06	10	29.0191	C 32%	14	1.19%	11	14.97%	16	14.97%	16	26.36%	18	37.12%	17	64.29%	14	82.93%	12
National Bank IV	Addy Funds Management	May-06	100	257.90000	C 29%	27	1.19%	21	15.66%	2	15.66%	2	27.75%	1	38.81%	1	65.19%	7	82.66%	13
QNB Al Ahli (Thmar)	EFG-Hermes	Oct-05	100	278.381	C 32%	18	1.19%	19	15.23%	9	15.23%	9	26.85%	9	37.63%	10	64.69%	10	83.14%	9
EDBE II (Daily)	Rasmala Egypt Asset Management	Nov-05	100	273.0304	C 31%	23	1.11%	25	14.64%	20	14.64%	20	25.85%	20	36.61%	18	63.00%	17	81.19%	16
ABC Bank Fund (Masya)	Beltone Asset Management	Feb-09	10	22.33219	C 33%	5	1.41%	2	15.34%	6	15.34%	6	26.90%	5	37.85%	5	65.78%	2	83.44%	7
HSBC Egypt Bank Fund [21]	EFG-Hermes	Apr-09	100	225.12487	C 32%	13	1.18%	15	15.28%	7	15.28%	7	26.84%	8	37.68%	9	64.26%	15	82.97%	11
AAIB (Thmar)	Arab African Investment Management	Apr-09	100	222.2957	C 40%	2	1.29%	5	15.38%	4	15.38%	4	26.55%	16	37.43%	13	63.29%	16	81.49%	15
Al Ahli Bank of Kuwait Fund [7]	Sigma Funds Management	May-09	10	21.7900	C 30%	26	1.09%	27	14.18%	25	14.18%	25	24.56%	24	35.52%	23	62.18%	19	79.06%	21
Andi Bank Fund	Hermes Funds Management	May-09	10	22.31800	C 32%	20	1.17%	17	15.07%	13	15.07%	13	26.68%	12	37.31%	15	64.72%	9	83.32%	8
Banque Du Caire Fund II	Misr Beltone Asset Management	Aug-09	10	21.91675	C 33%	10	1.23%	9	15.41%	3	15.41%	3	27.14%	2	38.11%	3	65.47%	4	84.31%	3
Elem Bank Fund [11]	Elkan Egypt Investments Asset Management	Sep-09	100	223.27	C 31%	21	1.12%	23	14.92%	17	14.92%	17	26.89%	6	38.16%	2	67.14%	1	86.69%	1
National Bank of Kuwait Fund (Sahmk)	NBK Capital Asset Management Egypt	Jan-10	10	20.92752	C 30%	24	1.12%	24	14.29%	24	14.29%	24	25.29%	23	35.90%	21	62.37%	18	80.29%	17
Arab Bank Fund (Yemanit)	Beltone Asset Management	Jan-10	10	21.33005	C 34%	4	1.27%	4	15.35%	5	15.35%	5	26.99%	4	38.03%	4	65.29%	6	84.06%	5
Housing & Development Bank Fund (Menazel)	Prime Investments	Feb-10	10	20.3868	C 31%	22	1.11%	26	14.48%	22	14.48%	22	25.71%	21	36.34%	20	61.97%	21	80.05%	18
Principal Bank for Development & Agricultural Credit (Manal)	HC Securities	Apr-10	10	20.81300	C 32%	17	1.19%	12	15.26%	8	15.26%	8	26.73%	11	37.61%	11	64.63%	11	83.01%	10
Arab Investment Bank Fund	Hermes Funds Management	Jun-10	10	10.00000	C 32%	15	1.19%	14	15.11%	12	15.11%	12	26.57%	15	37.29%	16	65.59%	3	84.07%	4
Egyptian Gulf Bank Fund (Thmar)	Prime Investments	Jul-10	10	15.4006	C 33%	9	1.17%	18	14.43%	23	14.43%	23	25.82%	19	36.30%	19	62.10%	20	79.60%	19
Abi United Bank (Thmar) [14]	Hermes Funds Management	Mar-12	100	179.60440	C 33%	11	1.21%	8	15.22%	11	15.22%	11	26.84%	7	37.72%	6	64.40%	13	n/a	
National Bank of Abu Dhabi	HC Securities	May-13	100	157.67849	C 30%	25	1.14%	22	14.99%	15	14.99%	15	26.66%	13	37.72%	7	n/a		n/a	
SAIB Bank Fund	Beltone Asset Management	Jun-14	10	14.00186	C 33%	7	1.21%	7	13.83%	26	13.83%	26	24.21%	25	33.87%	25	n/a		n/a	
Misr Insurance Fund	Misr Beltone Asset Management	Aug-14	10	14.00687	C 30%	3	1.31%	3	14.59%	21	14.59%	21	25.50%	22	35.78%	22	n/a		n/a	
Arope Insurance Misr Fund	CI Asset Management	Jan-15	100	130.95000	C 31%	1	1.60%	1	16.04%	1	16.04%	1	27.10%	3	n/a		n/a		n/a	
Actijari Vista Bank	Beltone Asset Management	Oct-15	1000	1173.1935	C 32%	16	1.19%	20	14.79%	19	14.79%	19	n/a		n/a		n/a		n/a	
Open End - Islamic Money Market Funds * [1]																				
The United Bank Fund (Rahma)	CI Asset Management	May-12	100	173.450	C 31%	1	1.13%	1	14.16%	2	14.16%	2	25.61%	1	36.29%	1	62.78%		n/a	
Abu Dhabi Islamic Bank Fund	Beltone Asset Management	Nov-14	100	135.62000	C 31%	2	1.12%	2	14.50%	1	14.50%	1	25.57%	2	34.31%	2	n/a		n/a	
Open End - Fixed Income Funds * [1]																				
CIB (Tanbet)	CI Asset Management	Sep-11	100	192.99	-3.47%	4	1.30%	1	17.99%	1	17.99%	1	20.39%	4	33.09%	3	65.02%	1	87.79%	1
National Bank of Egypt VIII	Addy Funds Management	Oct-11	1000	1419.5095	-0.06%	3	0.47%	4	9.09%	5	9.09%	5	19.56%	5	31.74%	5	62.33%	2	82.64%	2
AAIB (Gasser)	Arab African Investment Management	Mar-12	10	17.60368	C 29%	2	1.05%	3	13.88%	3	13.88%	3	20.21%	2	32.04%	4	61.29%	3	n/a	
Banque Du Caire (Al Thabet)	CI Asset Management	Jan-13	100	158.6300	-3.71%	5	0.05%	5	16.84%	2	16.84%	2	20.13%	3	33.22%	2	n/a		n/a	
Egyptian Arab Land Bank Fund (Al Masry)	Alpha Capital	Mar-13	100	150.41087	C 54%	1	1.25%	2	10.50%	4	10.50%	4	20.35%	1	33.30%	1	n/a		n/a	
Open End - Income Mixed Funds * [1]																				
Al Rehab [5]	Hermes Funds Management	Feb-99	100	148.96000	C 27%		1.02%		13.56%		13.56%		21.24%		30.11%		51.21%		61.60%	
Open End - Islamic Funds * [1]																				
Faisal Islamic Bank [16]	Hermes Funds Management	Dec-04	100	135.91	1.06%	9	7.08%	2	30.08%	5	30.08%	5	91.55%	4	58.02%	3	109.03%	5	172.24%	5
Al Baraka Bank Egypt	Hermes Funds Management	May-06	100	125.81	1.57%	2	4.47%	4	33.82%	4	33.82%	4	112.17%	2	69.72%	2	133.03%	1	204.19%	1
Faisal Islamic Bank-CIB (Amanat)	CI Asset Management	Oct-05	100	191.50	1.14%	8	8.11%	1	38.72%	2	38.72%	2	126.40%	1	74.88%	1	140.75%	2	190.41%	2
Banque Misr IV	HC Securities	Oct-05	100	126.33	1.42%	3	2.99%	7	20.06%	9	20.06%	9	73.70%	8	37.09%	7	91.53%	6	134.06%	6
Baraka [16]	HC Securities	Feb-07	100	153.72	1.27%	4	3.65%	6	21.64%	8	21.64%	8	97.71%	3	51.44%	5	111.45%	4	175.10%	4
Baraka [16]	Al Ahly Funds Management	Feb-08	100	85.13	-0.23%	10	-1.23%	10	41.59%	1	41.59%	1	70.35%	7	91.94%	4	96.04%	7	134.10%	7
Hayat Fund	NBK Capital Asset Management Egypt	Nov-10	10	21.86491	1.24%	5	2.00%	9	24.09%	7	24.09%	7	89.37%	5	44.61%	6	114.83%	3	184.82%	3
Arab Investment Bank Fund II (Hekaj [5])	CI Asset Management	May-11	100	159.9725	1.20%	7	0.44%	3	27.98%	6	27.98%	6	84.10%	6	33.10%	8	103.80%	6	120.24%	8
Nozom Misr Fund [24]	Nozom for Financial Investments	Dec-11	100	212.230	2.54%	1	3.93%	5	35.37%	3	35.37%	3	65.62%	10	n/a		n/a		n/a	
Principal Bank for Development & Agricultural Credit and Banque du Caire Fund (Al Wefak)	HC Securities	Jan-12	10	17.96523	1.23%	6	2.43%	8	15.75%	10	15.75%	10	70.18%	9	30.02%	9	87.18%	9	n/a	
Open End - Islamic Balanced Funds * [1]																				
Al Baraka Bank Egypt (Al Motawazen)	AT. Financial Investment	Aug-10	100	104.83	2.48%	1	5.49%	1	26.36%	2	26.36%	2	57.31%	2	19.41%	2	58.37%		93.12%	
Andi Bank Fund (Sedfan)	Amanen Asset Management	Feb-14	100	183.3102	1.02%	2	1.71%	2	34.22%	1	34.22%	1	81.25%	1	76.64%	1	n/a		n/a	
Asset Allocation Funds * [1]																				
SAIB I [18]	Prime Investments	Jun-96	100	1032.09	2.14%	1	6.11%	1	38.58%	2	38.58%	2	128.02%	1	73.49%	1	178.07%	1	264.90%	1
SAIB II	Prime Investments	Oct-97	100	703.31	2.11%	2	6.12%	2	38.64%	1	38.64%	1	127.76%	2	72.99%	2	177.15%	2	262.28%	2
EDBE III (Kanooz) [19]	Prime Investments	Apr-12	100	182.0295	1.92%	3	n/a		n/a		n/a		n/a		n/a		n/a		n/a	
Foreign Currency Funds * [1]																				
Misr Money Market ($)	Misr Beltone Asset Management	Jun-07	$10	11.43349	C 04%		0.15%		1.66%		1.66%		3.02%		4.10%		5.84%		6.60%	
Misr Money Market (Euro)	Misr Beltone Asset Management	Jun-07	€10	10.90049	C 02%		0.03%		0.13%		C 13%		0.28%		C 33%		C 04%		1.05%	
Market Return																				
	EGX 30	1 Jan 99	1000.3	1566.14	2.37%		3.05%		21.66%		21.66%		114.38%		68.23%		174.99%		314.62%	

** Money Market Funds NAV as on Sundays.*
*** Percentage Change Year to date for Money Market Funds are based on the NAVs of 31 December 2016.*

[1] *Egyptian Fund Management Group started the Management of SAIB1 on 30 June 2005*
[2] *A split of 5 to 1 for SAIB 1 certificates took place on 29 March 2007*
[3] *SAIB 2 changed to Al Rateh on 19 April 2007*
EFG-Hermes started the Management of Al Rateh on 26 December 2013
[4] *The Management Control for Sahmk Fund resumed on 22 December 2011*
[5] *Nasser Misr Fund changed publication date of NAV from Sundays to Thursdays on 30 April 2015*
[6] *Faisal Islamic Bank Fund changed publication date of NAV from Thursdays to Sundays on 7 June 2015*
[7] *The name of Piraeus Bank Fund changed to Al Ahli Bank of Kuwait - Egypt Fund on 29 September 2016*
[8] *EFG-Hermes started the Management of HSBC Egypt Bank Fund on 15 October 2016*
[9] *CI Asset Management started the Management of Arab Investment Bank Fund II (Hekaj) on 29 March 2017*
[10] *Hermes Funds Management started the Management of Abu United Bank Fund (Thamar) on 28 June 2017*
[11] *Elkan Egypt Investments Asset Management started the Management of Elem Bank Egypt Fund on 14 September 2017*
[12] *The name of the fund changed from EDBE III (Al Shabab to EDBE III (Kanooz) on 4 October 2017*
The Fund changed from Fixed Income Fund to Asset Allocator Fund on 4 October 2017.
[13] *Arope Insurance Misr Fund will be managed by CIAM to 7th Jan 2018*

ملحق رقم (3): أداء صناديق الاستثمار المصرية من 2013 الي 2017/12/31

Egyptian Investment Management Association

EIMA

Performance of Egyptian Mutual Funds

31 Dec-17

These Funds were separated because of difference in valuation date

Fund	Management Company	Inception Date	Initial Value	NAV 31/12/17	Weekly Return	Weekly Rank	4 Weeks Return	4 Weeks Rank	Year to date ** Return	Year to date ** Rank	Last 12 months Return	Last 12 months Rank	2 Years Return	2 Years Rank	3 Years Return	3 Years Rank	5 years Return	5 years Rank	6 years Return	6 years Rank
Open End - Balanced Funds *																				
QNB Al Ahli (Tawazon)	Beltone Asset Management	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]	
Open End - Equity Funds *																				
QNB Al Ahli (Tadawol)	HC Securities	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]	
Capital Protected Funds *																				
CIB Fund IV (Hemaya) [1]	CI Asset Management	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	1	[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]	
National Bank of Abu Dhabi [illegible] [4]	HC Securities	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	2	[illegible]	2	n/a		n/a		n/a		n/a		n/a		n/a	
Open End - Fixed Income Funds *																				
Bank of Alexandria Fund III	Hermes Funds Management	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]	
Fund of Funds *																				
Misr Iran Development Bank Fund III [illegible] [3]	Misr Asset Management	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	2	[illegible]	2	[illegible]	1	[illegible]	1	[illegible]	2	[illegible]	2	[illegible]	2	[illegible]	2
National Bank of Egypt VII [2]	Prime Investments	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	1	[illegible]	2	[illegible]	2	[illegible]	1	[illegible]	[illegible]	[illegible]	1	[illegible]	1

[1] [illegible]

[2] Prime Investments started the Management of NBE VII [illegible]

[3] Misr Asset Management [illegible]

[4] [illegible]

[illegible]

* يجري حالياً مراجعة شاملة لجميع نشرات الإكتتاب وتعديلاتها الخاصة بصناديق الاستثمار العامة في السوق المصري، وفي حالة وجود أو إختلاف سيتم إعادة تصنيف المجموعات الخاصة بالصناديق في التقرير الإسبوعي لإداء الصناديق وسيتم التنويه عن ذلك.

ملحق رقم (4): أداء صناديق الاستثمار المصرية من 1995 الي 2010/12/31

الكود	الاسم	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AHLY3	صندوق إستثمار البنك الأهلى المصرى الثالث	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	2.3-% ↓	%34.8 ↑	45.9-% ↓	%11.4 ↑	%12.8 ↑
ALEX1	صندوق إستثمار بنك الإسكندرية الأول	%9.5 ↑	%47.5 ↑	%49.3 ↑	%4.3 ↑	%14.1 ↑	14.8-% ↓	14.6-% ↓	%12.5 ↑	%47.9 ↑	%60.7 ↑	%74.1 ↑	%49 ↑	%30.1 ↑	60.9-% ↓	%1.1 ↑	%2.5 ↑
MESR2	صندوق إستثمار بنك مصر الثانى	x	%54.2 ↑	%25.8 ↑	22-% ↓	21.3-% ↓	12.2-% ↓	5.2-% ↓	5.3-% ↓	%12.9 ↑	%1.5 ↑	%49.4 ↑	%15.4 ↑	%28 ↑	29.9-% ↓	%6.5 ↑	%18.3 ↑
MESR3	صندوق إستثمار بنك مصر الثالث	x	x	x	8.9-% ↓	%13.5 ↑	21.8-% ↓	7.5-% ↓	%7.5 ↑	%50.4 ↑	%78.7 ↑	%100.7 ↑	%6.2 ↑	%54.5 ↑	52.9-% ↓	%23.6 ↑	%8.3 ↑
CAI1	صندوق إستثمار بنك القاهرة الأول	x	%58.4 ↑	%17.3 ↑	14.3-% ↓	%8.5 ↑	14.6-% ↓	12.9-% ↓	%14.6 ↑	%57.2 ↑	%69.5 ↑	%75.2 ↑	%10.3 ↑	%53.8 ↑	52.5-% ↓	6-% ↓	10.6-% ↓
CRED1	صندوق إستثمار بنك كريدى اجريكول مصر الأول	%25.6 ↑	%45.4 ↑	%43.9 ↑	%13.5 ↑	%6.2 ↑	8.7-% ↓	16.6-% ↓	%11.6 ↑	%50.4 ↑	%50 ↑	%55.7 ↑	%43.2 ↑	%27.3 ↑	43.7-% ↓	%7 ↑	%5.9 ↑
CRED2	صندوق إستثمار بنك كريدى اجريكول مصر الثانى	x	x	x	15.4-% ↓	%6 ↑	13.3-% ↓	15.8-% ↓	%13.5 ↑	%58 ↑	%69.4 ↑	%75.3 ↑	%19 ↑	%57.8 ↑	48.2-% ↓	%13.6 ↑	%9.3 ↑
EGB1	صندوق إستثمار البنك المصرى الخليجى	x	x	x	15.8-% ↓	%6.6 ↑	13.1-% ↓	13.9-% ↓	%14.5 ↑	%72 ↑	%80 ↑	%84.1 ↑	%8.6 ↑	%54.7 ↑	42.8-% ↓	6.3-% ↓	6.1-% ↓
ABk1	صندوق إستثمار البنك الأهلى الكويتى - مصر الأول للأسهم	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%25.4 ↑	%13.3 ↑
ABC1	صندوق إستثمار بنك المؤسسة العربية المصرفية الأول	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%19.1 ↑	%8.2 ↑
CIB2	صندوق إستثمار البنك التجارى الدولى (استثمار)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%24.3 ↑	54.8-% ↓	%17.7 ↑	1.7-% ↓
MDB2	صندوق إستثمار بنك التعمير و الإسكان (التعمير)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%9.5 ↑	%7.9 ↑
MEDB1	صندوق إستثمار بنك مصر ايران الأول	x	x	x	x	%12.1 ↑	18.7-% ↓	5.4-% ↓	%7.4 ↑	%54.1 ↑	%72.8 ↑	%100.6 ↑	%5.6 ↑	%54.7 ↑	56-% ↓	%15.6 ↑	%10.4 ↑
SHLD1	صندوق إستثمار البنك العربى الأفريقى الدولى (شعاع)	x	x	x	x	11.8-% ↓	18-% ↓	11.7-% ↓	%17.6 ↑	%45.6 ↑	%29.3 ↑	%54.1 ↑	2.4-% ↓	%31.9 ↑	40-% ↓	%21.2 ↑	%6.7 ↑
BBE1	صندوق إستثمار بلوم مصر تراكمى دو عائد دورى	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%6.7 ↑
RAED1	صندوق إستثمار بايونيرز الأول (الرائد)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
KHBR1	صندوق إستثمار البنك المصرى لتنمية الصادرات (الخير)	x	x	%49.3 ↑	12.5-% ↓	%0.3 ↑	25.6-% ↓	11.2-% ↓	%8.8 ↑	%67.4 ↑	%42.1 ↑	%83.6 ↑	%6.1 ↑	%28.4 ↑	47.1-% ↓	%18.1 ↑	%4.9 ↑
PHAR1	صندوق إستثمار فاروس الأول	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%10.7 ↑
RUYA1	صندوق استثمار أسهم الصندوق (رؤية)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
SUEZ1	صندوق إستثمار بنك قناة السويس الأول	x	x	3.5-% ↓	15.2-% ↓	25.3-% ↓	35.5-% ↓	7.2-% ↓	%2.8 ↑	%4.3 ↑	%19.5 ↑	%26.2 ↑	1.5-% ↓	%45 ↑	52.3-% ↓	%23.1 ↑	%7.2 ↑
AGYL1	صندوق استثمار بنك قناة السويس الثانى للأسهم (مؤجل).	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	%13.4 ↑	%7.1 ↑
AMIG1	صندوق إستثمار المجموعة العربية المصرية للتأمين (أمج)	x	x	x	x	x	x	11-% ↓	0.8-% ↓	%38.8 ↑	%13.4 ↑	%77 ↑	%16.7 ↑	%65.1 ↑	47.9-% ↓	%20.3 ↑	%8.2 ↑