

دور صندوق المؤشرات المتداولة- فالكم 30- في تنشيط السوق المالية

السعودية

The role of the *ETFs* - Falcom 30 - in stimulating the Saudi financial marketزهير بن دعاس^{*1}¹ محبر تقييم سوق رؤوس الأموال الجزائرية، جامعة سطيف 1 zoh_ir19@hotmail.com

تاريخ الاستلام: 2019/10/30 تاريخ القبول: 2020/03/02 تاريخ النشر: 2020/06/30

Abstract

ملخص

This paper aims to identify the role of ETFs in the financial markets, as one of the most important financial innovations that have proven to be effective in attracting investment and stimulating trade in financial markets, because available characteristics, particularly those related to performance, liquidity and low cost. FALCOM 30 is one of the most important funds of the Saudi Stock Exchange. We concluded that since its launch in March 2010, its business remains below the expected level, for a number of reasons, some of which are related to market and regulatory fluctuations, and others

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور صناديق المؤشرات المتداولة في الأسواق المالية، باعتبارها من أهم الابتكارات المالية التي أثبتت فعاليتها في استقطاب الاستثمارات وتنشيط التداول في أسواق المال، وذلك للخصائص التي تتوفر فيها، لاسيما ما تعلق بالمرودية والسيولة وانخفاض التكلفة، وقد تم التركيز على صندوق المؤشر المتداول السعودي - فالكم 30 - كونه من أهم الصناديق المتداولة في السوق المالية السعودية. وقد خلصنا إلى أنه منذ انطلاقه في مارس 2010، لا يزال نشاطه وتداوله أقل من المستوى المأمول، لأسباب متعددة بعضها

* المؤلف المرسل

related to low investor confidence in this market. type of innovation because of its association with an index developed by FALCOM itself, in addition to weakness The degree of independence in the management of the Fund and its organizations and its inability to strictly comply with governance requirements.

Key words: *ETFs, innovations financières, tadawul, FALCOM 30*

Jel Classification: **G10,N20**

يتعلق بالتذبذبات التي تعرفها السوق وتنظيماتها ولوائحها، والبعض الآخر يتعلق بضعف ثقة المستثمر في هذا النوع من الابتكارات لارتباطها بمؤشر صمم من طرف فالكم ذاتها، بالإضافة إلى ضعف درجة الاستقلالية في إدارة الصندوق وتنظيماته وعدم التزامه المحكم بمتطلبات الحوكمة.

كلمات مفتاحية: صناديق المؤشرات المتداولة،

ابتكارات مالية، تداول، فالكم 30

تصنيف جال: G10: N20

1. مقدمة:

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من أهم الابتكارات المالية التي عرفتها الأسواق المالية منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي، وقد استطاعت هذه الصناديق استقطاب شريحة واسعة من المستثمرين بالنظر لمزاياها ومنافعها المتعددة سواء بالنسبة للمستثمر أو السوق في حد ذاته. فهي من جهة تمنح الفرصة للمستثمرين لتوسيع قاعدة استثماراتهم والاستفادة من تقلبات السوق والتحوط من المخاطر؛ ومن جهة أخرى إدراج هذه المستحدثات يؤدي إلى توسع قاعدة التعامل في الأسواق المالية مما يسهم في تنشيطها وتعميق أدائها.

إن خصوصية صناديق المؤشرات المتداولة مقارنة ببقية الصناديق تتلخص في إتباعها لحركة المؤشر العام للسوق أو مؤشرات قطاعية، لذلك فإن إدارة هذه الصناديق لا تحتاج إلى فريق عمل كبير، فيكفي أن يقوم مدير الصندوق بإدارتها بالتنسيق مع جهة متخصصة ما يجعل تكاليف إدارتها متدنية مقارنة ببقية الصناديق.

والسوق المالية السعودية (تداول) باعتبارها من أهم الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية للشركات المدرجة وقيمة التداول والتعامل فيها، فقد حالت منذ البداية مواكبة التطورات العالمية لاسيما ما تعلق بإدخال الابتكارات المالية، وقد تم قبول ثلاث إدراجات لهذا النوع من الصناديق من أهمها صندوق فالكم المتداول للأسهم، سعياً لاستقطاب المستثمرين وتعميق أداء السوق ككل. وفي هذه الورقة البحثية سنحاول تشخيص أداء صندوق فالكم المتداول وأهميته في السوق المالي السعودي.

مشكلة البحث: تتمحور إشكالية البحث في التساؤل الرئيس التالي:

ما الدور الذي يؤديه صندوق المؤشرات المتداولة فالكم في السوق المالية السعودية؟

انطلاقاً من التساؤل الرئيس نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي ميزات صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما مدى إقبال المستثمرين على صندوق المؤشرات المتداولة فالكم باعتباره من أهم الابتكارات المالية؟
- هل أداء صندوق فالكم يعكس بحق إقبال المستثمرين على الابتكارات المالية في السوق المالية السعودية؟

فرضية البحث:

يعتبر صندوق المؤشرات المتداولة فالكم من أهم الابتكارات المالية التي لقيت إقبالا واسعا من المستثمرين في السوق المالي السعودي، مما ساهم في تنشيطها. تقسيمات البحث: للإجابة على تساؤلات البحث واختبار فرضيته، ارتأينا تقسيم البحث إلى:

- ماهية صناديق المؤشرات المتداولة؛
- أهمية صندوق المؤشرات المتداولة فالكم في السوق المالية السعودية؛
- تشخيص تطور أداء مؤشر الصندوق المتداول فالكم 30.

2. ماهية صناديق المؤشرات المتداولة

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من أهم الابتكارات المالية التي تسهم في توسيع قاعدة السوق المالي وتعطي مرونة كبيرة للمستثمرين عند تشكيل محافظهم الاستثمارية بما يحقق لهم عوائد ويجنبهم الكثير من المخاطر، وفي هذا المحور التمهيدي سنحاول التعريف بها وبأهميتها ومزايا الاستثمار فيها.

1.2 مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة:

عرفت صناديق المؤشرات المتداولة تطورا ملموسا خلال العقدين الآخرين بفعل إقبال المستثمرين على هذا النوع من الابتكارات المالية بالنظر لمزاياها وخصائصها، لكن قبل الخوض في ذلك يجب التعريف بها وبآليات التعامل بها.

1.1.2. تعريف صناديق المؤشرات المتداولة: قبل تعريف صناديق المؤشرات

المتداولة يجب في البداية الإشارة إلى أن الصندوق الاستثماري في عمومها يعبر عن أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقا لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق (كافي 2009 397). وصناديق المؤشرات المتداولة لا تخرج عن هذا المبدأ، إلا أن أغلبها يتبع ويحاكي أكبر قدر ممكن أداء مؤشرات سوق مالي معين أو قطاع معين، ويتم إدراجها وتداولها في السوق من خلال صانعي الأسواق والمتخصصين، ولا تحتاج للتعامل مع مدير الصندوق كما هو الحال في الصناديق التقليدية (<https://nbkcapitalsmartwealth.com/ar/investments/etfs>). فإذا كنت تريد شراء أسهم شركات مثل جوجل، وأبل، وأمازون وخمسين شركة تكنولوجيا كبرى أخرى دفعة واحدة كورقة مالية واحدة فإن هذه الصناديق تمكنك من ذلك من خلال شراءها باعتبارها تتكون من سلة من الأوراق المالية التي تهدف لمحاكاة مجموعة واسعة من الأسهم والسندات من خلال ورقة مالية واحدة.

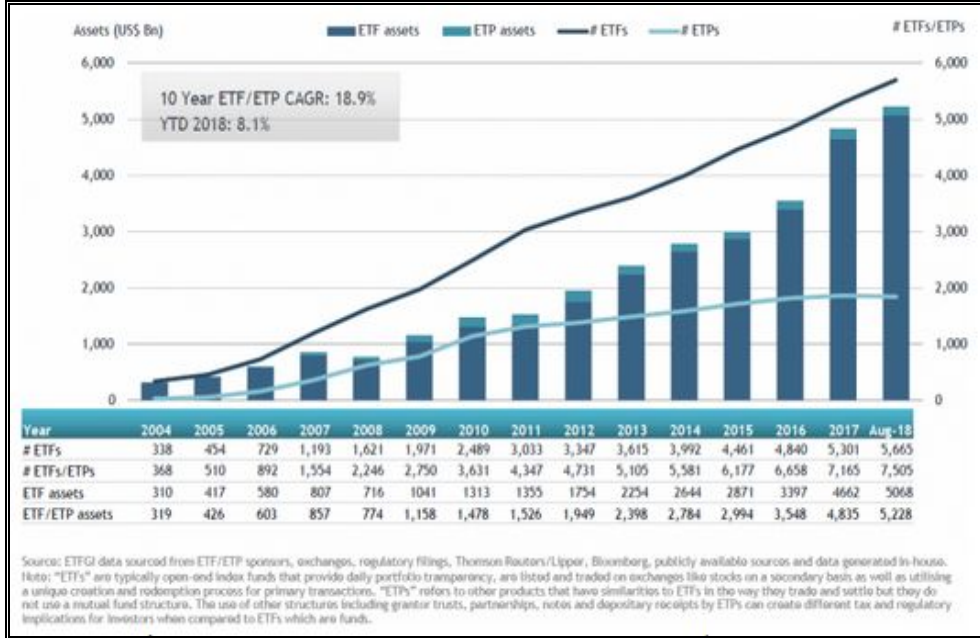
إذا صناديق المؤشرات المتداولة هي صناديق استثمارية مصممة لمتابعة مؤشر أو قطاع ما، بحيث تكون كل وثيقة تعبر عن سلة من الأدوات المالية المتداولة في سوق ما (السحبياني الغفيلي 2011 37). أما من حيث التوظيف والتعامل بها فعادة ما يحصل المستثمر من خلال هذه الصناديق على سهولة البيع والشراء على المكشوف والشراء بمعدلات متدنية كما لا تتطلب حد أدنى من الودائع، كما تتميز بمعدلات إنفاق متدنية.

وفيما يخص آليات عملها فتتم عملية الاكتتاب العام في السوق الأولية عندما يطرح الصندوق المتداول وحدات الصندوق للاكتتاب العام لأول مرة. أما عملية التداول فتتم في السوق الثانوية وفق ضوابطه وآلياته (تداول

[. \(https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center\)](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center)

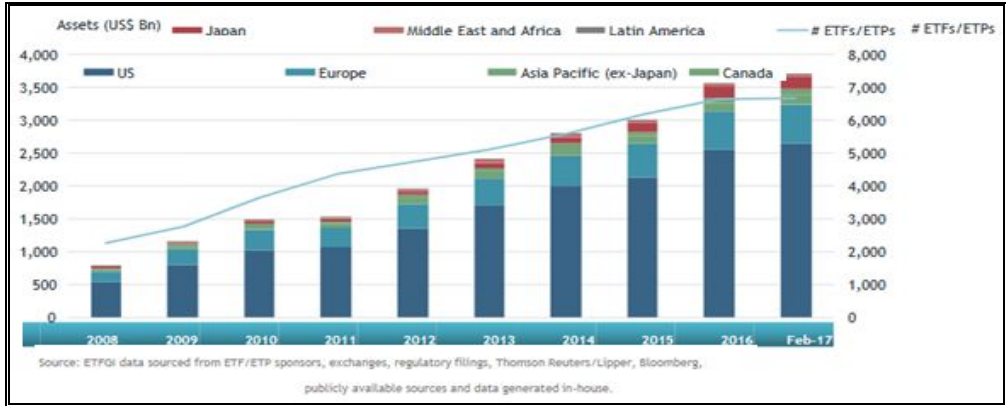
2.1.2. تطور صناديق المؤشرات المتداولة: إن تسارع التعامل بالابتكارات المالية ومستحدثاتها منذ بدايات عقد السبعينيات من القرن الماضي في الأسواق المتقدمة لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية ساهم في تبلور فكرة صناديق المؤشرات المتداولة، إذ تعود ملاحظته إلى بداية سنة 1973 عندما أطلقت مجموعة من الشركات الاستثمارية صندوق يشابهها وموجه للمؤسسات الاستثمارية، ثم في سنة 1976 تم إطلاق صندوق موجه للأفراد من طرف مجموعة "vanguard"، أما أول صندوق مؤشرات متداول فتشير أغلب الأدبيات إلى أنه يعود لسنة 1989 في الأسواق الكندية (كتاف، بن دعاس 2014 e t r 2-5)، إلا أن أنجح تجربة كانت تلك التي طورتها شركة "state street glible advisors" بالتعاون مع البورصة الأمريكية منها صندوق شهادات إيداع ستاندرد بوررز (SPDR) وهي عبارة عن مؤشرات تتبع أداء مؤشر ستاندرد بوررز (مركز الدراسات والبحوث، ورقة تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة 2016 ص 3). ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق تتنامى في أهم الأسواق العالمية (متداولة في أكثر من 60 سوق)، فمثلا تنامي تداولها في الولايات المتحدة الأمريكية من حوالي 72 مليار دولار سنة 2001 إلى ما يفوق 700 مليار دولار سنة 2009 وعموما فقد انتقل عددها من حوالي 338 صندوقا سنة 2004 إلى حوالي 665 صندوقا سنة 2018 بإجمالي أصول تعدى 5000 مليار بعدما كانت لا تتعدى 31 مليار سنة 2004، والشكل التالي يلخص لنا ذلك:

الشكل رقم(01): تطور صناديق المؤشرات المتداولة 2004-2018



يتضح من الشكل رقم(01) أن عدد الصناديق المتداولة وأصولها عرفت تنامي ووتيرة تزايد مستمر سنة بعد سنة وذلك منذ بداية الألفية، ما يعكس إقبال المستثمرين على هذا النوع من الابتكارات المالية وذلك بالنظر لخصوصيتها وأهميتها وميزاتها، أما من حيث توزيعها العالمي فتبقى لبورصات المتقدمة أكثر استقطابا لهذا النوع من الصناديق بحكم أنها تحتوي على أهم التجارب الناجحة انطلاقا من الأسواق الأمريكية التي تستحوذ على حوالي 3000 صندوق بنهاية سنة 2017، بعدما كانت تحوز على حوالي 339 سنة 2004، ثم تأتي البورصات الأوربية باستحواذها على حوالي 1500 صندوق سنة 2017 بعدما كان يتداول فيها حوالي 100 صندوق في منتصف العقد الأول من بداية الألفية. ثم تأتي منطقة جنوب شرق آسيا واليابان تليها منطقة شمال أفريقيا والشرق الأوسط، أما من حيث أصول هذه الصناديق فيلخصها الشكل أدناه:

الشكل رقم(02): تطور أصول صناديق المؤشرات المتداولة حسب المناطق



يتضح من الشكل أعلاه أن أصول الصناديق المتداولة في الأسواق المالية الأمريكية تستأثر بحصة معتبرة تقارب 3000 مليار دولار تتبعها الصناديق المتداولة في الأسواق الأوروبية بحوالي 1000 مليار ثم دول جنوب شرق آسيا واليابان بحوالي 500 مليار.

2.2. خصائص صناديق المؤشرات المتداولة: تتصف صناديق المؤشرات المتداولة بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي (شرشار 2017: 3762، كتاف وبن دعاس 2014):

1.2.2. الشفافية: تتميز صناديق المؤشرات بسهولة التعرف على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسبة الاستثمار فيها وكذا سهولة معرفة أسعارها وتداولها اللحظي.

2.2.2. القابلية للتداول في البورصات: وذلك يبعاً وشراء خلال جلسة التداول وفقاً لتفاعل قوى الطلب والعرض؛

3.2.2. المرونة: تتميز هذه الأداة بسهولة التعامل بوحداًها، فالمستثمر يستطيع شراءها أو بيعها مباشرة وفورياً ولا يوجد حد أدنى للاشتراك فيها عادة؛

4.2.2. انخفاض تكاليف إدارتها: باعتبارها أداة تحاكي مؤشر السوق أو القطاع فهي لا تتطلب تكاليف كبيرة لإدارتها مقارنة بالصناديق التقليدية التي قد تصل تكاليف إدارتها إلى حوالي 3% في حين لا تتعدى 1% في صناديق المؤشرات المتداولة؛

5.2.2. التنوع: تمكن هذه الصناديق المستثمر من تشكيل محفظته المالية ودخول أسواق وقطاعات متعددة، بما يحقق له عوائد مرتفعة وبمخاطر أقل؛

6.2.2. الخبرة: الاستثمار فيها لا يتطلب اكتساب المستثمر لخبرات كبيرة في معرفته لأداء القطاع أو الورقة الداخلة في تركيبة المؤشر، وذلك باعتبارها تحاكي مؤشر السوق ككل أو القطاع، وتعكس كل تطور يحدث فيهما؛

7.2.2. السيولة: باعتبار أن لكل صندوق صانع سوق يلتزم بالبيع والشراء فإن هذه الصناديق تتميز بالسيولة العالية.

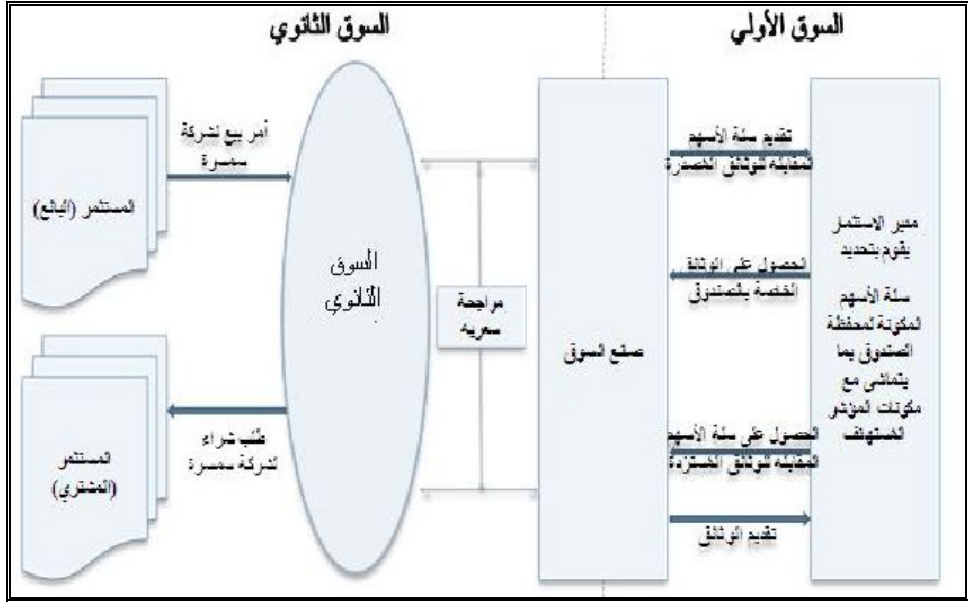
2.3 إدراج وثائق صندوق المؤشرات المتداولة في السوق المالية: يتم ذلك من خلال السوق الأولية والسوق الثانوية.

1.2.3. على مستوى السوق الأولي: يتم الاكتتاب الأول في وثائق صندوق المؤشرات عن طريق أحد البنوك المرخص لها بتلقي الاكتتاب. وبالنسبة لصانع السوق يمكنه الاكتتاب في وثائق الصندوق بإحدى الطريقتين الآتيتين إما نقداً عن طريق البنوك المرخص لها بتلقي الاكتتاب أو بصورة عينية من خلال تجميع سلة الأوراق المالية المكونة للمؤشر المستهدف وإيداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق و يتم جبر الفروق بين القيم باستخدام النقود وبما لا يخل بالنسب المقررة فيما يتعلق بمكونات المحفظة أو سلة الأسهم التي تعكس مكونات المؤشر المستهدف. أما بالنسبة لإصدار الوثائق فيقوم الصندوق بذلك مقابل أموال المستثمرين في صورة وثائق متداولة جديدة تمثل نصيب الوثيقة من صافي أصول الصندوق (تسوية العمليات أي انتقال ملكية الوثائق إلى المكتتبين يتم في T+n)

2.2.3. على مستوى السوق الثانوي: يقوم مدير الاستثمار بقيد وثائق صناديق المؤشرات بجدول السوق المالي وذلك وفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية ثم يقوم بإيداع وثائق الصندوق بنظام الإيداع المركزي لدى شركة المقاصة. أما تداول وثائق صناديق

المؤشرات في السوق الثانوي فيتم عن طريق شاشات البورصة وبنفس طريقة تداول الأسهم ويمكن تداولها في أي وقت خلال ساعات التداول الاعتيادية باستخدام كافة استراتيجيات تداول الأسهم المعمول بها في البورصة مثل أنواع الأوامر والأوامر المحددة و الاقتراض بغرض البيع والشراء بالهامش. وعموماً يمكن تلخيص آلية عملها من خلال الشكل التالي

الشكل رقم(03): آلية تداول وثائق المؤشرات المتداولة



المصرية

المالية

للرقابة

العامة

الهيئة

المصدر:

http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_news/efsa_239.htm

2.4. مقارنة بين صناديق المؤشرات المتداولة والصناديق الاستثمارية المشتركة:

توجد العديد من الاختلافات بين صناديق المؤشرات المتداولة والصناديق الاستثمارية الأخرى، من أهمها سهولة تداولها بدون اشتراك في الصندوق وإمكانية البيع والشراء بسرعة للحصول على السيولة النقدية من السوق دون الرجوع لمدير الصندوق، وكذا التعرف اللحظي على سعر وحدة هذه الصناديق دون انتظار لأيام كما هو الحال في باقي الصناديق وانتظار إعلان سعر الوحدة من مدير الصندوق، كما لا تتطلب حدود اشتراك دنيا، كما تجمع كل مزايا الصناديق الأخرى وفي الجدول أدناه مقارنة بين صناديق المؤشرات وبعض الصناديق الأخرى.

الجدول رقم(01): مقارنة بين صناديق المؤشرات وبعض الصناديق الأخرى

الخصائص	صناديق المؤشرات	صناديق الاستثمار	الأسهم
التنوع	متوافر	متوافر	غير متوافر
التداول خلال اليوم	متوافر	غير متوافر	متوافر
إمكانية تتبع مؤشر	متوافر	متوافر	غير متوافر
رسوم مخفضة	متوافر	أحيانا	ليس عامل محدد
إمكانية شرائها وبيعها لدى شركات السمسرة	متوافر	غير متوافر	متوافر
المرونة والشفافية	أكثر	أقل	-
التكلفة	اقل	أكثر	أكثر

المصدر: البورصة المصرية، صناديق المؤشرات متاح على: <http://www.egx.com.eg/ar/ETFs.aspx>

تاريخ الاطلاع 2019-10-21

5.2. أطراف التعامل في صناديق المؤشرات المتداولة:

إن تداول وثائق صناديق المؤشرات المتداولة يستوجب التعامل بين العديد من الأطراف، نذكرها فيما يلي (شريط 2017 2 3515) و الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية):

1.5.2. مدير الصندوق: وهو الجهة التي تختص في إدارة الصندوق، حيث يقوم بتجميع مكونات هذه الصناديق في سلة واحدة انطلاقا من نفس الأوزان المكونة للمؤشر، ويكرس خبراته في إدارتها من خلال التحليل والتقييم المستمر لها، من أجل الحفاظ على الترابط المستمر بين سعر تداولها وقيمة المؤشر، مع السهر على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة لهذا الأخير عن نسبة معينة من إجمالي الأدوات المكونة للمحفظة، بالإضافة إلى العمل على ضمان الإفصاح المستمر عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة الأصول، وتحديد مواعيد القيام بالتوزيعات وقيمتها وإخطار هيئة السوق والمتعاملين بها،

وكذا إخطار هيئة السوق والبورصة بأي تغيير فوري يحدث في هذه الوثائق سواء عند استبدالها أو توقيفها أو إدماج الصندوق أو تصفيته أو تجزئة وثائقه؛

2.5.2. صانع السوق: كما هو معلوم أن صانع السوق في عمومه يعمل على الحفاظ على توازنات السوق من خلال البيع والشراء في الوقت المناسب بما يضمن حركية السوق وسيولته، كذلك في صناديق المؤشرات المتداولة يلعب صانع السوق الدور المحوري، من خلال قدرته على توفير الكميات المناسبة من وثائق الصندوق بيعا وشراء في حدود مدى سعري إرشادي لصافي أصول الوحدة، فصانع السوق يلتزم بعملية البيع أو شراء لحسابه الخاص خلال ساعات التداول الرسمية، كما يلتزم بإجراء أي تعديلات تطلبها هيئة السوق أو البورصة، خاصة فيما يتعلق بنسبة الفرق المسموح بها بين سعري العرض والطلب و فرق الكميات على العروض و الطلبات من هذه الوثائق، كما يستوجب عليه إيداعها لدى أمين الحفظ.

3.5.2. أمين الحفظ: تعتبر من المهام التي أصبحت ضرورية للتعامل في الأسواق المالية عموما مهمته الأساسية هي حفظ وثائق الصندوق المتعامل بها وتسجيل نقل ملكية الأوراق المتعامل عليها وفقا للشروط والأحكام التي تحددها هيئة السوق المالية فهو نظام يتم من خلاله إحلال التعامل على الأوراق المالية المادية من خلال قيود دفترية.

4.5.2. هيئة المقاصة: هيئة تعاونية مهمتها الأساسية مقارنة معلومات الصفقات التي يقدمها طرفي كل صفقة (من أعضائها)، ليتم تحديد صافي الدائنية والمديونية لكل سمسار، تمهيدا لتسوية الصفقة ونقل المال من المدين للدائن؛

5.5.2. المعلومات المتعلقة بالمؤشر المحاكى: يتم الحصول عليه من السوق أو من القطاع المحاكى، سواء مباشرة أو من شركات متخصصة في ذلك؛

6.5.2. صندوق ضمان التسويات: يتميز هذا الصندوق بالشخصية الاعتبارية ذات استقلال مالي بحيث كل وسطاء السوق لديهم حسابات فيه، مهمته الأساسية تغطية

عجز أعضائه عند إتمام الصفقات في السوق؛ وعادة ما يتم أخذ اشتراك صانع السوق بعين الاعتبار عند تحديد تدخل هذا الصندوق.

3. أهمية صندوق المؤشرات المتداولة فالكم في السوق المالية السعودية:

لاشك أن السوق المالية السعودية تعتبر من أهم الأسواق العربية والخليجية خاصة من خلال القيمة السوقية للسوق ومعدلات التداول وسيولة السوق، وكذا من خلال حجم الشركات المدرجة والصناديق الاستثمارية، ولعل البارز فيها هو صناديق المؤشرات المتداولة، وفي هذا المحور سنحاول إبراز أهمية صناديق المؤشرات المتداولة عموماً في السوق المالية السعودية، بالتركيز على دور هيئة السوق و سوق تداول في دعم هذا النوع من الصناديق ومكانة صندوق فالكم

وسياسته الاستثمارية باعتباره من أهم الابتكارات المتداولة في السوق السعودية.

1.3. دور هيئة السوق السعودي في دعم طرح صناديق المؤشرات المتداولة

خطت هيئة السوق المالية خطوات واثقة نحو تعزيز السوق المالية ودعمها بمنتجات جديدة ومتنوعة، ترضي بها رغبات المستثمرين، على اختلاف توجهاتهم وخبراتهم الاستثمارية وتعكس الجهود التي تبذلها الهيئة في هذا الإطار، خاصة في ظل حرصها على تنفيذ متطلبات رؤية 2030، وتحقيق تطلعاتها في إيجاد أسواق مالية ناشئة تدعم اقتصاد المملكة وقد تم طرح العديد من منتجات الصناديق الاستثمارية المستحدثة، إلى جانب الصناديق التقليدية، ومنها الصناديق الاستثمارية العقارية والصناديق الوقفية، فضلاً عن طرحها لائحة منتج الصناديق المقفلة المتداولة، وبحسب تقرير مجلس إدارة هيئة السوق المالية لسنة (2018) فقد وافقت على طرح وحدات 17 صندوقاً استثمارياً، طرحاً عاماً، منها صندوقان في الأسهم، و4 صناديق تستثمر في أسواق النقد، و6 صناديق عقارية متداولة، والموافقة على طرح العام لأول صندوق أوقاف في المملكة خلال السنة ذاتها.

أما صناديق المؤشرات المتداولة (Exchange-Traded Fund)ETF فتعتبرها الهيئة بمثابة أوراق تجارية قابلة للتداول وفق مؤشر استراتيجي معين، ويتم الشراء في شركات المؤشر بنفس نسب تأثير كل شركة في المؤشر. وبحسب لائحة صناديق الاستثمار الصادرة من هيئة السوق المالية، فقد اشترطت عدة أمور لطرح صناديق المؤشرات المتداولة، ومنها تسجيل وحدات صندوق المؤشر المتداول في مركز الإيداع، وأيضاً يجب على مدير الصندوق تعيين شخص أو أكثر مرخص له في التعامل بصفة أصيلة، وذلك للعمل صانعا سوق لصندوق المؤشر المتداول، كما يجب على مدير الصندوق الإفصاح عن الأوراق المالية المكونة لصندوق المؤشر المتداول وأوزان كل منها، إضافة إلى الشروط والالتزامات الأخرى، التي حددها اللائحة(الجدول، 2019).

وتقوم هيئة السوق المالية بجهد كبير فيما يخص مستوى الإفصاح وحوكمة الصناديق، وذلك من خلال وضع الضوابط لإصدار تقارير الصناديق بشكل دوري، وعلى المستثمر الرجوع لهذه التقارير، قبل اتخاذ أي قرار استثماري للتعرف على أداء الصندوق، وأهم التغييرات التي طرأت عليه خلال الفترات الماضية، مع ضرورة قراءة جميع مستندات الصندوق من الشروط والأحكام ومذكرة المعلومات، للتعرف على المخاطر وجميع العناصر التي قد تؤثر على المبلغ المستثمر، ومدى ملائمة المخاطر للعميل.

2.3. الخدمات التي تُتيحها السوق المالية السعودية لصناديق المؤشرات المتداولة: يُتيح السوق السعودي خدمات ما قبل التداول وأخرى بعد التداول.

1.2.3. خدمات التداول: تقدم السوق المالية السعودية - تداول - مجموعة متنوعة من الخدمات لكافة المستثمرين، فهي تستخدم حالياً واحدة من أكثر أنظمة التداول تطوراً والتي تُخلق تجربة تداول سلسلة من خلال التشغيل المتكامل والمعالجة المباشرة، وتتم مطابقة عمليات صناديق المؤشرات المتداولة وتأكيداتها وتنفيذها إلكترونياً بالاعتماد على التسوية T+2، كما تم تصميم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلبي حاجة المستثمرين،

كما تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أداءها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات.

2.2.3. خدمات ما بعد التداول: تقوم شركة مركز إيداع الأوراق المالية - مركز إيداع - بمجموعة متكاملة من خدمات ما بعد التداول التي يستفيد منها المصدرون والمستثمرون والأعضاء بما في ذلك خدمات الإيداع وخدمات تسجيل صناديق المؤشرات المتداولة وتحويل ملكيتها وخدمات قيود تملك صناديق المؤشرات المتداولة وخدمات التسوية والمقاصة، وتقديم التقارير الموحدة وخدمات الأصول وغيرها.

3.3. مكانة صندوق فالكم المتداول في السوق المالية السعودية: يعتبر صندوق فالكم من الصناديق العامة المفتوحة الخاضعة لتنظيمات وأحكام هيئة السوق المالي السعودي، يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية من نشاطه من خلال الإدارة غير النشطة (لا يضارب) لسلة من الأسهم السعودية المدرجة في السوق السعودي بغرض تحقيق مستوى مماثل لأداء المؤشر وبأقل التكاليف (فالكم) <https://www.falcom.com.sa/ar/about-us/who-we-are>). حيث يتم تداول مؤشرات متداولة تلتزم بالمعايير الشرعية يتخصص منها اثنان في الشركات الكبرى المتداولة في السوق السعودي بناء على القيمة السوقية الحرة وتختلف فيما بينها من ناحية بعض الشروط، أما المؤشر الثالث المتداول فيختص في قطاع البتر وكيميائيات، والجدول التالي يلخص لنا ذلك

الجدول رقم (02): الصناديق المدرجة في السوق المالية السعودية- تداول-

البيد	اسم الصندوق	سعر الوحدة	سعر الطرح	تاريخ البدء	تاريخ النهاية
1	صندوق إتش إس بي سبي السعودي 20 المتداول	-	20	2011/11/20	-
2	صندوق فالكم المتداول لقطاع البتر وكيميائيات	-	20	2010/07/10	-
3	صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية	-	20	2010/03/28	-

المصدر: بالاعتماد على بيانات السوق- تداول- متاح على الموقع: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/etf/etf.listings?locale=ar>

إن قياس أداء هذه الصناديق عادة ما تكون باستتباع تطور المؤشر الاسترشادي لكل واحد منها على حدة، وكذا يمكن قياس أداءها مقارنة بمؤشر السوق، فإذا أخذنا مثلاً سنتي 2015-2016 نجد ما عرفت تراجمات كبيرة نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): أداء المؤشرات الثلاثة المتداولة في السوق السعودي

HSBC 20	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
صافي سعر الوحدة	24.29	28.37	-14.38%
آخر سعر	24.5	27	-9.26%
Falcom 30	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
صافي سعر الوحدة	25.05	29.04	-13.74%
آخر سعر	25.2	28.6	-11.89%
TASI	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
آخر قيمة	6952.22	8356.93	-16.81%

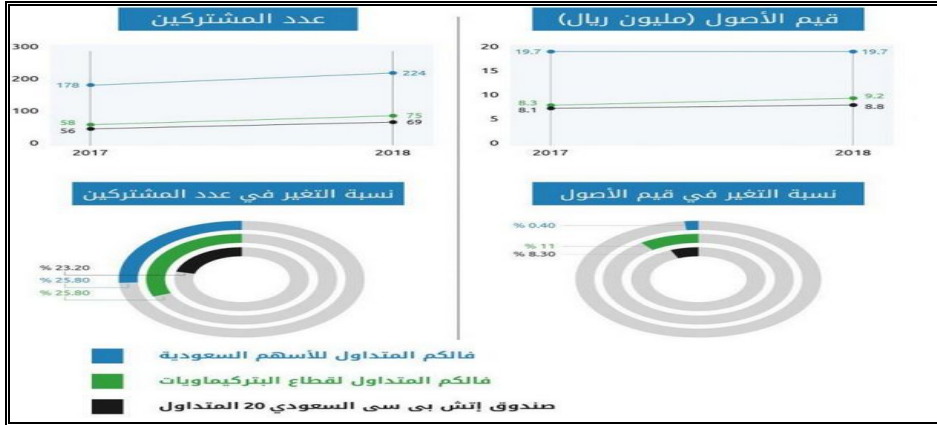
المصدر: بيانات السوق المالية - تداول-

نلاحظ من الجدول أعلاه أن المؤشرات المتداولة ورغم خسارتها كانت أفضل أداءً من المؤشر العام (مع ملاحظة الفروقات الناتجة عن طبيعة المؤشرات المتداولة) خلال العام المالي 2015) كما يلاحظ أن التفوق في الأداء شمل سعر التداول للصندوق وصافي سعر الوحدة (قيمة أصول الصندوق) فهذه الصناديق قامت بشكل عام بتخفيض مخاطر الانخفاض بشكل جيد مع أنها خسرت جزءاً من قيمتها، فكما ذكرنا سابقاً أن صناديق المؤشرات المتداولة تهدف إلى تخفيض المخاطر حتى لو أدى هذا لانخفاض الأرباح أو حتى الخسائر كما هي الحالة خلال سنة 2015.

كما يمكن ملاحظة تقدير المستثمرين وصانع الصندوق لقيمة أصول الصناديق المذكورة حيث أنه خلال سنة كاملة من التداول يمكن ملاحظة التقارب القوي بين سعر التداول وصافي سعر الوحدة خصوصاً في صندوق فالكم 30 بينما العكس ينطبق على صندوق HSBC 20 حيث يوجد تباين في الأداء. ويمكن استخدام أدوات التحليل الفني على مؤشرات الصناديق المتداولة بنفس الطرق المستخدمة مع الأسهم لمحاولة استقرار سلوك معين لصانع الصندوق أو للمتداولين مع وجوب إدراك صعوبة المضاربة قصيرة

الأجل من قبل الأفراد في صناديق المؤشرات المتداولة لتعارضها مع وظيفة صانع الصندوق كونه اللاعب الأساسي في عملية العرض والطلب (الصبي 2015) وبالتركيز على سنتي 2017-2018، نجد أن قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة في السوق السعودية ارتفعت اية سنة 2018، بنسبة 4.6% مقارنة بسنة 2017% حيث ارتفعت من حوالي 36 مليون ريال سنة 2017 إلى حوالي 37.7 مليون ريال سنة 2018. وحسب بيانات هيئة السوق المالي السعودي فإن هذه الزيادة جاءت نتيجة زيادة أصول صندوق فالكم المتداول، حيث سجل أعلى نسبة نمو خلال 2018 بحوالي 11%، فبعدما كانت أصوله في حدود 8.3 مليون ريال في سنة 2017؛ فقد ارتفعت إلى حوالي 9.2 مليون ريال سنة 2018، وفي الجدول أدناه تصنيف صناديق المؤشرات حسب الأصول وعدد المشتركين.

الشكل رقم(04): قيمة أصول والمشاركين في صناديق المؤشرات السعودية



المصدر: بيانات السوق المالية - تداول -

من الشكل أعلاه يتضح أن أصول «صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول» ارتفع إلى 8.8 مليون ريال سنة 2018 بنسبة 8.3% مقارنة بـ 8.1 مليون ريال بنهاية عام 2017. كما سجلت أصول صندوق «فالكم المتداول للأسهم السعودية»

ارتفاعاً بنسبة 0.4% سنة 2018 مقارنة بسنة 2017 (تداول، <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/etf/market-watch-today?locale=ar>) كما قفز عدد المشتركين لدى تلك الصناديق إلى نحو 398 مشترك بنهاية سنة 2018 مقارنة بـ 292 مشترك في السنة السابقة. وارتفع عدد المشتركين لدى صندوق «فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات» خلال السنة الماضية إلى 224 مشترك من 178 مشترك بنهاية سنة 2017. وسجل عدد المشتركين لدى صندوق «فالكم المتداول للأسهم السعودية»، ارتفاعاً إلى نحو 75 مشترك، مقابل نحو 58 مشترك في العام 2017. وزاد عدد مشتركي صندوق «إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول»، إلى 69 مشترك خلال سنة 2018 مقارنة بنحو 56 مشترك في سنة 2017 (تقرير صناديق <https://www.sanadeq.com/2019/05/4-6>).

3.4. تحليل السياسة الاستثمارية لصندوق المؤشرات المتداولة - فالكم-

يستثمر الصندوق في أسهم محفظة المؤشر المستهدف وهو مؤشر فالكم 30 للأسهم السعودية التي تحتوي على 30 سهماً من أسهم الشركات الكبرى المتوافقة مع الضوابط الشرعية في السوق السعودي، ويهدف الصندوق لمحاكاة أداء المؤشر قبل حساب أي توزيعات أو رسوم أو مصاريف.

إن تكوين محفظة المؤشر والأوزان النسبية لأصول المحفظة قد تتغير، كما أن الأسهم المكونة لها قد يوقف إدراجها في السوق الثانوي، وعليه فالمستثمرين المحتملين عليهم دراسة أهداف الاستثمار والمخاطر المحتملة ورسوم ومصاريف الصندوق بعناية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصندوق (عموماً تتراوح فئات استثماراته في حدين يمثلان فئات أصوله، والجدول التالي يلخص لنا ذلك:

الجدول رقم(04): فئات الأصول

فئات الأصول	الحد الأدنى	الحد الأعلى
أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي المتوافقة مع الضوابط الشرعية	90%	100%

المصدر: بيانات فالكم، شروط و أحكام الصندوق، مارس 2019 02 41.

يتضح من الجدول أعلاه أن فئات أصول الصندوق تتراوح بين حد أدنى وحد أعلى، حيث يستثمر الصندوق 90% على الأقل من صافي أصوله في أسهم الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية والمدرجة في السوق السعودي، في الظروف العادية أما عندما يعتقد مدير الصندوق أن ظروف السوق أو الظروف الاقتصادية غير مواتية فإنه يقوم مؤقتاً باستثمارات قد تصل إلى 100% من أصول الصندوق بطريقة دفاعية من خلال الإبقاء على كل الأصول في صورة نقد أو على شكل استثمارات قصيرة أو طويلة الأجل عالية الجودة، وقد يشمل كذلك المراجعة قصيرة الأجل.

كما أنه عادة ما تكون حدود استثمارات في المملكة العربية السعودية، وفي الظروف الاستثنائية قد يلجأ الصندوق للاحتفاظ بأصوله على شكل نقد 100%، بشكل مؤقت لمواجهة التقلبات الحادة في السوق المالي، والاستثمار في الأدوات الدفاعية مؤقتاً، كما ينتهج الصندوق إستراتيجية توزيع أصوله من خلال المقارنة مع التطور الحاصل في صافي قيمة أصول الصندوق (فالكم، 2019: 41-5). قد يعتمد كذلك مدير الصندوق لانتهاج سياسة نشطة لتحقيق أهدافه من خلال الاستثمار المباشر في الأسهم المدارة في السوق السعودي بما يتوافق مع ضوابط الشريعة، كما تقوم إدارة الأصول في شركة فالكم إلى قياس أداء الصندوق مقابل مؤشر فالكم للأسهم الشرعية FSI- (المؤشر = مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم / مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق) X قيمة المؤشر لليوم السابق) حيث يسعى لتحقيق مستوى أداء يتجاوز أداء مؤشر القياس FSI وذلك من خلال التوزيع النشط على مستوى القطاعات والانتقاء النشط لأسهم المحفظة، إذ عادة ما يتم اختيار الاستثمار في أسهم معينة في هذه الصناديق عن طريق التحليل التصاعدي المرتكز على القيمة طويلة الآجلة، بالتركيز على القيمة السوقية للأسهم ومقارنة ذلك بتقييم مدير الصندوق لعناصرها الأساسية كأرباح الشركة وقيمة أصولها

والتدفقات النقدية المحتملة على المدى الطويل، كما يأخذ مدير الصندوق في الاعتبار مكرر السعر والربح وقيمة التصفية والربحية.

إن مدير الصندوق يسعى للمحافظة على هامش انحراف (يتم قياس نسبة الانحراف كمعامل انحراف للزيادة أو النقصان في كل يوم لعائد الصندوق مقارنة بمستوى الأداء اليومي للمؤشر) بمقدار أقصى قدره 1% مع الأخذ في الاعتبار عوامل الدخل والرسوم والمصاريف، وعادة ما يسعى الصندوق لتحقيق معامل ارتباط في حدود 0.99 على أساس سنوي بين مستوى العائد اليومي للمؤشر الإرشادي والعائد اليومي للصندوق. ويمارس الصندوق حقوقه الناتجة عن تصرفات الشركات التي تتعلق باستثماراته بما يحقق أفضل فائدة لحاملي وحدات الصندوق.

4. تشخيص تطور أداء مؤشر الصندوق المتداول فالكم 30

يعتبر صندوق فالكم من أهم الصناديق العاملة في السوق المالي السعودي حيث يحاكي المؤشر الاسترشادي، وقد عرف عدة تطورات منذ تأسيسه نحاول في هذا المحور الوقوف على ظروف نشأته وسياسته الاستثمارية وتطور أداءه.

1.4. إطلاق مؤشر فالكم 30: صندوق المؤشرات المتداولة فالكم يتبع مؤشر خاص بشركة فالكم اسمه فالكم 30 وقد تأسس في 15 مارس 2010 تديره شركة فالكم للخدمات المالية (شركة مساهمة مغلقة مرخصة من طرف هيئة السوق السعودي منذ 27 ماي 2006، للقيام بخدمات التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية وإدارة صناديق الاستثمار المحافظ الخاصة) يتكون من 30 شركة مساهمة سعودية وتحسب قيمته من تاريخ الأساس، وقد انطلق المؤشر من قيمة 2000 نقطة، وهو يتضمن الأسهم الشرعية حسب معايير الهيئة الشرعية الخاصة بشركة فالكم، ويدخل في المؤشر الشركات التي قيمتها السوقية هي الأكبر في قيمة مؤشر السوق السعودي - تداول - وتكون شرعية وتحسب قيمتها السوقية بناء على الأسهم المتداولة فعلا، وتبلغ القيمة الأولية للإصدار 50 مليون ريال بعدد وحدات عند الإصدار قُدرت بـ 2,5 مليون ويبلغ سعر الوحدة 20 ريال، أما إجمالي

رسوم الإدارة والحفظ فلا تتعدى ب1% من صافي قيمة الأصول الصندوق سنويا(مركز الدراسات والبحوث، ص8). والجدول أدناه يلخص لنا أهم بيانات المؤشر المتداول.

الجدول رقم(05): أهم بيانات مؤشر فالكم 30

مؤشر فالكم 30 للأسهم السعودية - مؤشر متداول	
الاسم المختصر:	فالكم 30 - مؤشر متداول .
تاريخ الأساس:	15/03/2010 .
قيمة الأساس:	2,000 نقطة.
معايير المؤشر:	
يخضع المؤشر للمعايير التالية عند الصيانة الربعية:	
1.	متوافق مع الشريعة (تصنيف 1) وذلك حسب معايير شركة فالكم المالية.
2.	أن لا تزيد فترة توفيق تداول أسهم الشركة في السوق المالية السعودية (تداول) عن 7 أيام تداول خلال الربع السابق (تصنيف 2).
3.	أكبر 30 شركة من حيث القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الأسهم الحرة)، ويجب أن تكون الشركات مشمولة في مؤشرات تداول.

المصدر: بيانات داخلية لشركة فالكم متاح على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع: 20-10-2019

يقوم الصندوق بمحاكاة أداء المؤشر العام للسوق، فإذا صعد مؤشر السوق ب 20% خلال السنة فإن الصندوق إذا تمكن من تحقيق ذلك يعتبر قد حقق هدفه، ويستثمر الصندوق بشكل غير نشط(لا يضارب) في الأسهم السعودية، لتحقيق مكاسب رأسمالية؛

لقد تداول في أول يوم له حوالي 12.8 مليون وحدة، وقد افتتح جلسة التداول بسعر سهم يقدر ب 22 ريال، في حين أغلق يومه على انخفاض إلى 20.9 ريال، مع العلم أن رأسمال الصندوق يبلغ 50 مليون ريال مقسم على 100 رزمة، قيمة الرزمة تبلغ 500 ألف ريال، وتتألف الرزمة الواحدة من 25000 وحدة، سعر الوحدة الواحدة عند التأسيس تساوي 20 ريال.

والجدول أدناه يوضح لنا سلة الأسهم المكونة لوحدة واحدة من صندوق فالكم ومدى التغيير مقارنة بأسعار الأساس 15 مارس.

الجدول رقم(06): الأداء المبدئي لمؤشر فالكم 30

تفاصيل سلة مؤشر فالكم 30 وفق إغلاق يوم 28 مارس 2010						
الشركة	عدد الأسهم	سعر الأساس	قيمة المحفظة (أساس)	إغلاق 28 مارس	القيمة الحالية	التغير
سايبك	990	93.00	92,070.00	99.25	98,257.50	6.72%
الراجحي	1,084	78.00	84,552.00	86.00	93,224.00	10.26%
موبايلي	598	48.10	28,763.80	49.30	29,481.40	2.49%
الاتصالات	475	44.80	21,280.00	46.80	22,230.00	4.46%
سافكو	136	146.75	19,958.00	146.25	19,890.00	-0.34%
الإتماء	1,532	12.85	19,686.20	12.95	19,839.10	0.78%
صافولا	540	36.20	19,548.00	35.20	19,008.00	-2.76%
كيان	900	18.50	16,650.00	18.80	16,920.00	1.62%
التصنيع	537	28.40	15,250.80	29.80	16,002.60	4.93%
المراعي	75	180.00	13,500.00	189.75	14,231.25	5.12%
دار الأركان	969	13.65	13,226.85	14.15	13,711.35	3.66%
كهرباء السعودية	1,045	12.55	13,114.75	12.55	13,114.75	0.00%
يتساب	326	38.90	12,681.40	39.30	12,811.80	1.03%
السعة دة المجموعة	582	21.70	12,629.40	21.95	12,774.90	1.15%
سبكيم	399	23.75	9,476.25	23.40	9,336.60	-1.47%
اسمنت السعودية	128	73.50	9,408.00	72.25	9,248.00	-1.70%
معادن	487	18.40	8,960.80	18.70	9,106.90	1.63%
زين السعودية	920	9.75	8,970.00	9.75	8,970.00	0.00%
اسمنت اليمامة	172	51.00	8,772.00	52.00	8,944.00	1.96%
الصحراء	384	22.00	8,448.00	22.05	8,467.20	0.23%
بترو رابغ	223	34.90	7,782.70	34.40	7,671.20	-1.43%
جرير	51	143.50	7,318.50	147.75	7,535.25	2.96%
البلاد	338	20.35	6,878.30	21.30	7,199.40	4.67%
اسمنت الجنوب	90	70.00	6,300.00	71.75	6,457.50	2.50%
النقل البحري	305	19.10	5,825.50	19.95	6,084.75	4.45%
مكة	201	29.00	5,829.00	29.70	5,969.70	2.41%
الجزيرة	297	18.50	5,494.50	19.50	5,791.50	5.41%
جبل عمر	264	19.80	5,227.20	19.95	5,266.80	0.76%
اسمنت القصيم	67	76.00	5,092.00	75.50	5,058.50	-0.66%
المتقدمة	197	22.60	4,452.20	22.90	4,511.30	1.33%
كاش		2,853.85	2,853.85	2,853.85	2,853.85	0.00%
الإجمالي			500,000.00		519,969.40	3.99%

المصدر: بيانات شركة فالكم متاح على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع: 20-10-2019

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أصول الصندوق ارتفعت بنهاية اليوم (28 مارس) بنحو 4% من مستواها مقارنة بتاريخ 15 مارس التي تمثل فترة الأساس التي على ضوءها يتم تقييم أسعار وحدات الصندوق وبقسمة إجمالي أصول الصندوق على عدد الوحدات نجد أن قيمة الوحدة الواحدة الدفترية تساوي 20.8 ريال وهي أقل من القيمة

السوقية للوحدة البالغة 20.9 ريال. وكما هو معلوم فإن الأسهم ذات المخاطر المرتفعة تتغير أسعارها بشكل سريع وعليه الصناديق التي تتعامل بهذه الأنواع من الأوراق من الأفضل تقييمها بأقل من قيمتها الدفترية بنسبة يمكن أن تصل إلى حدود 20%.

إن الارتفاع الذي عرفه مؤشر الصندوق في اليوم الأول من أداءه يعود للارتفاعات التي عرفتها أسهم الراجحي وسابك والاتصالات وموبايلي وسافكو، والتي تمثل في مجموعها نحو 49% من أسهم مؤشر الصندوق.

أما تطور المؤشر خلال السنوات اللاحقة لإطلاقه فقد عرفت تذبذبات ملحوظة فإذا أخذنا سنتي 2015-2016- نجدها عرفت تراجعاً هاماً، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (05) : تطور أداء المؤشر المتداول فالكم 30



المصدر: بيانات شركة فالكم متاح على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع: 20-10-2019-

يتضح من الشكل أعلاه أن المؤشر المتداول فالكم عرف تراجع ملحوظ بسبب التراجع الذي عرفه مؤشر السوق ككل وكذا تراجع أسعار النفط. حيث تراجع صافي سعر الوحدة من حوالي 29 ريال إلى حوالي 25 ريال، مما يجعلها خياراً متاحاً لقطاع من المستثمرين الذين يكون أداءهم أقل من أداء مؤشرات السوق كخيار لتنويع الأصول عن طريق تحويل جزء من استثمارات الأسهم مباشرة إلى صناديق المؤشرات المتداولة بما يتناسب وأهداف المحفظة ومستوى المخاطر المقبولة من المستثمر، ويبقى الإشكال الأكبر

يتعلق بعدم ثقة المستثمر في هذا النوع من الاستثمارات ما يستوجب تنظيم أكثر ورقابة أكثر على آليات عملها.

2.4. تطور العائد التراكمي لصندوق المؤشرات المتداولة فالكم 2010-2017

سنحاول فيما يلي تسليط الضوء على تطور أداء هذا الصندوق خلال الفترة 2010-2017. من خلال تتبع تحركات العائد التراكمي لصندوق المؤشرات المتداولة -فالكم- منذ تأسيسه، حيث عرف تراكم في مستويات أداءه، بحوالي 85% إلا أن الملاحظ أنه خلال السنوات الأخيرة عرف تراجع ملحوظ، فمنذ 2015 تراجع بحوالي 12%، إلا أن هذا التراجع عرف تقلص ملحوظ سنة 2017 والجدول التالي يلخص لنا ذلك.

الجدول رقم(07): تطور العائد التراكمي لصندوق المؤشرات المتداولة فالكم

العائد التراكمي - 31 ديسمبر 2017م	سنة	3 سنوات	5 سنوات	منذ التأسيس
	-1.62%	-12.51%	15.49%	85.38%

المصدر: تقرير صندوق فالكم، حلول مالية مبتكرة، 2019 ص 39 متاح على www.Falcom.com.sa

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن الصندوق عرف تراجعاً خلال السنوات الأخيرة، ويعود ذلك بالدرجة الأولى للتراجعات التي عرفها مؤشر السوق السعودي والتراجع الحاد لأسعار النفط الذي ألقى بظلاله على مختلف مؤشرات الأداء. والجدول التالي يبين أكثر فأكثر الأداء السنوي للصندوق.

الجدول رقم(08): تطور الأداء السنوي للصندوق 2007-2017

العائد السنوي	الصندوق
عام 2007م	41.73%
عام 2008م	-37.26%
عام 2009م	40.37%
عام 2010م	13.65%
عام 2011م	3.65%
عام 2012م	9.45%
عام 2013م	39.07%
عام 2014م	-5.08%
عام 2015م	-13.34%
عام 2016م	2.62%
عام 2017م	-1.62%

المصدر: تقرير صندوق فالكم، حلول مالية مبتكرة، 2019 ص 39 متاح على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع:

2019-10-20

3.4. تطور أداء الصندوق مقارنة بالمؤشر الاسترشادي:

تشير قيمة الوحدة الإرشادية إلى التغير في قيمة الوحدة خلال فترة التداول الناتجة عن العرض والطلب وتغير أسعار أصول الصندوق أو الشركات التي يستثمر فيها وتعتبر بذلك قيمة تقريبية لقيمة صافي أصول الصندوق. وبالعودة إلى الخمس سنوات الأخيرة نجد أن أداء الصندوق عرف تذبذبات حول المؤشر الاسترشادي، كما يوضحها الجدول أدناه.

الجدول رقم(09): أداء صندوق فالكم مقارنة بالمؤشر الاسترشادي

2017	2016	2015	2014	2013	2012	
-1.62%	2.62%	-13.3%	-5.1%	39.1%	9.4%	الصندوق
0.22%	4.32%	-17.1%	-2.4%	25.5%	6.0%	المؤشر

المصدر: تقرير صندوق فالكم، حلول مالية مبتكرة، 2019 (39 متاح على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع: 2019-10-20-

يتضح من الجدول أعلاه أن أداء الصندوق ظل متذبذب حول المؤشر الاسترشادي وينسب نتجه نحو تحسن الأداء أكثر من المؤشر في حالة الاستقرار أو الراج، في حين يسجل أداء الصندوق تراجع أكثر من المؤشر الاسترشادي في حالات الركود والتراجع.

4.4 تقييم دور صندوق المؤشرات المتداولة في السوق السعودي:

تعمل شركة فالكم وفق أدوات استثمارية توفر أعلى درجات الانضباط والدقة في عمليات الاستثمار والمصممة خصيصا لمنح الثبات والأداء الجيد لصناديقها الاستثمارية في المدى الطويل، حيث تعمل وفق نظرة استشرافية طويلة المدى على ربط هيكل محافظها الاستثمارية بنظام المخاطر المتطور. لقد استطاعت عموما تحقيق نتائج ملفتة في أداء صناديقها حيث اتجهت نحو تحقيق مستويات تنامي مستمرة. رغم الصعوبات التي تواجهها في بيئة أعمالها.

لقد استطاعت فالكم نسبياً توفير فرص استثمارية ذات جودة ومتوافقة مع متطلبات الشريعة، حيث تم إصدار صندوق متوافق مع الشريعة ويغطي فئات أصول متعددة تشمل الأسهم والمراجحات والصكوك والمنتجات المركبة، ورغم ذلك لا زال الصندوق المتداول يعاني من أوجه قصور كثيرة يمكن تلافيها من خلال تعديل ضوابط عمله، بحيث لا تكون مخصصة لمنفعة القائمين على الصندوق على حساب المتداولين كما يستوجب الأمر مراجعة تركيبة الصندوق فمدير الصندوق وإداريه وصانع السوق وأمين الحفظ القائم على المؤشر الذي يحاكيه لا يجب أن يكونوا يتبعون للصندوق فقط، كما يجب الالتزام بمتطلبات الحوكمة فيما يخص المساءلة والشفافية والإفصاح والعمل على منظومة حوكمة قادرة على زيادة ثقة المستثمرين في هذا الصندوق، فيما يتعلق بتحمل الضرر الناتج عن سوء الإدارة وما يلحق ذلك من متعلقات مالية للمستثمرين يتم حالياً تحصيلها على شكل غرامات ومخالفات دون تعويض المتضرر الأساسي سواء كان الشركة أو الأفراد فتح المال لعدد كبير من صناع السوق المستقلين لضمان الحيادية؛ إن المصدقية لدى المتداولين تتأتى من خلال الدور الذي يلعبه صناع السوق، ففي حال ارتفاع سعر الصندوق عن السعر الحقيقي، يتدخل ويقوم يتم بشراء الأسهم المكونة للصندوق فوراً من السوق واستبدالها بأسهم من أسهم الصندوق، ومن ثم بيعها فوراً بسعر السوق لتحقيق ربح خال من الأذى.

كما أن الصندوق لا يحاكي المؤشرات المعروفة بل يحاكي أداء مؤشر تم تصميمه من قبل الصندوق ذاته بخلاف ما تعمل به أشهر الصناديق على المستوى العالمي، حيث تقوم بمحاكاة مؤشرات معروفة مثل مؤشر ستاندر بورز أو داو جونز أو ناسداك (الحوماي، 2019). ومن جهة أخرى يتوجب على هيئة السوق أن تسمح بفارق سعري بين سعري العرض والطلب يتعدى النسبة المفروضة الآن، والعمل على تقييده بمقدار معين من الوحدات المتداولة، وذلك سعياً لضمان جدوى الاستثمار فيه وتقليل تكلفة الاستثمار.

5. الخلاصة

حاولنا في هذه الورقة البحثية تشخيص واقع صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالية السعودية، بالتركيز على صندوق المؤشر المتداول فالكم 30، وذلك باعتباره من أهم الابتكارات المالية التي تجمع بين السمات الرئيسة لصناديق الاستثمار التقليدية من حيث تنوع المحفظة المكونة لها وإمكانية إصدار واسترداد الوثائق التي تتيح للمستثمر فرص استثمارية ذات عوائد مرتفعة وتكلفة منخفضة، بالإضافة إلى ما تمنحه للمستثمر من فرص لتسييل هذه الوثائق بسهولة في السوق المالية، كما أن الصندوق يتعاقد مع صانع سوق أو أكثر لتوفير السيولة على وثائقه، وعليه فحامل هذه الوثيقة يتمتع بمصدرين للسيولة الأول صانع السوق الذي يقدم عروض بيع وطلبات شراء على وثائق الصندوق بشكل دائم والآخر عمليات التداول العادية بين المستثمرين بيعا وشراء.

وبالتطبيق على السوق السعودية التي يتداول فيها ثلاث صناديق مؤشرات متداولة، وقفنا على الدور الذي تلعبه هيئة السوق المالي وسوق تداول في تمكين هذه الصناديق من تطوير أدائها وتمكين المستثمرين من توظيف أموالهم في هذا النوع من الابتكارات المالية، إلا أنه ورغم ذلك لا تزال أحجام أصول هذه الصناديق والصفقات اليومية للتداول أقل من المأمول، وهو ما ينفي فرضية البحث التي اعتبرت صندوق المؤشرات المتداولة فالكم من أهم الابتكارات المالية التي لقت إقبالا واسعا من المستثمرين في السوق المالي السعودي، مما ساهم في تنشيطها.

في الحقيقة تدني الإقبال على هذه الابتكارات يعود لأسباب كثيرة بعضها يتعلق بمدى الثقة في هذه الابتكارات، والبعض الآخر يتعلق بتنظيمات السوق التي يجب تطويرها وتحديثها والبعض الآخر يتعلق بتوجهات القائمين على الصندوق حيث يحاولون تعظيم منافعهم على حساب تحقيق أهداف المتداولين، وهو ما يتطلب ضرورة الالتزام بمتطلبات

حوكمة الصندوق لاسيما ما تعلق بالإفصاح والشفافية والاستقلالية، أما بالنسبة للمستثمر فيجب تفادي أخطاء الاعتماد على الأداء التاريخي لقياس استقرار الأداء المستقبلي، وذلك بالتشخيص الدوري لأداء المحفظة من خلال الكشف عن نقاط القوة والضعف في سلوك استثماراتهم والقيام بالتصحيحات اللازمة للحد من الخسائر وتعظيم الأرباح، كما يجب ربط الصندوق بمؤشر عالمي متعارف عليه بدلا من الاعتماد على المؤشر المصمم من طرف شركة الخدمات فالكم ذاتها.

6. المراجع:

- الكتب:

- مصطفى يوسف كافي(2009) "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، سوريا.

- المقالات

- محمد السحبياني وعبد الله الغفيلي(2013) "زكاة صناديق المؤشرات" مجلة الاقتصاد الاسلامي، ا 1 لمد 26 العدد2، السعودية.

- شرشار عز الدين(2017) "صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في رفع أداء الأسواق الناشئة حالة السوق السعودي" مجلة العلوم الإنسانية، ا 1 لمد 8 العدد البواقي، الجزائر.

- حنان شريط(2017) "تقييم الصناديق الاستثمارية الإسلامية، عينة على الصناديق المدرجة في السوق السعودي" مجلة العلوم الإنسانية ا 1 لمد 8 العدد2، الجزائر.

- الملتقيات والمدخلات:

- كتاف شافية وبن دعاس زهير(2014) "أهمية صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية واليات عملها" ورقة مقدمة في ملتقى الهندسة المالية، 6-7 ماي 2014، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سطيف، ص 2-3.

- نورة الجندل(خبيرة في الصناديق الاستثمارية) لصحيفة صناديق متاح على

<https://www.sanadeq.com/2019/07> تاريخ الاطلاع 17-10-2019.

- قهد بن عبدالله الحويماني، أسباب فشل أسهم صناديق المؤشرات المتداولة، الاقتصادية متاح على
http://www.aleqt.com/2012/09/10/article_691202.html ، تاريخ
الاطلاع 2019-10-15.

- مركز الدراسات والبحوث، ورقة تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، غرفة الشرقية.
https://www.chamber.org.sa/sites/Arabic/InformationsCenter/Studies_Documents

- التقارير:

- صناديق المؤشرات المتداولة، ماذا تعني؟ متاح على:
<https://nbkcapitalsmartwealth.com/ar/investments/etfs> ، تاريخ
الاطلاع 2019-11-12.

- بيانات تداول،

[https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center)
[center](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center)، تاريخ التاطلاع 2019-11-10.

- البورصة المصرية، صناديق المؤشرات متاح على:
<http://www.egx.com.eg/ar/ETFs.aspx> تاريخ الاطلاع 2019-10-21

- الهيئة العامة للرقابة المالية، نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة واليات عملها، مصر متاح على:
www.efsa.gov.eg

- تقارير تداول الصناديق:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/etf/market-watch-today?locale=ar>

- تقرير صندوق فالكم، حلول مالية مبتكرة، 2019 0 9 39 متاح
على www.Falcom.com.sa تاريخ الاطلاع: 2019-10-20