

الاستثمار فى صناديق المؤشرات المتداولة

د. وفاء سالم على السيد

مدرس الاقتصاد والتشريعات الاقتصادية

بكلية الحقوق جامعة الزقازيق

الملخص :

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة واحدة من أهم الابتكارات الاستثمارية الحديثة فى الأسواق المالية، حيث نجحت فى استقطاب الكثير من المستثمرين لما لها من خصائص تميزها عن غيرها من صناديق الاستثمار التقليدية، وقد شهدت صناديق المؤشرات المتداولة نموا قويا فى السنوات الأخيرة، حيث وصل عددها بنهاية ٢٠٢١ إلى ٨.٥٥٢ صندوق مدفوعة بطلب المستثمرين والتحسينات فى التكنولوجيا التي جعلت من السهل تداولها، وبلغت قيمة أصولها أكثر من ١٠ تريليون دولار أمريكى.

وتهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الجوانب المختلفة للاستثمار فى صناديق المؤشرات المتداولة، ولتحقيق أهداف الدراسة قسمت إلى أربعة مباحث : ويستعرض المبحث الاول: ماهية صناديق المؤشرات المتداولة، والمبحث الثانى: أنواع وهياكل صناديق المؤشرات المتداولة، والمبحث الثالث: مزايا ومخاطر صناديق المؤشرات المتداولة، والمبحث الرابع: استراتيجيات صناديق المؤشرات المتداولة. **الكلمات المفتاحية :** الاستثمار السلبي، صناديق المؤشرات المتداولة، الاسواق المالية.

Abstract:

Exchange Traded Funds (ETFs) are considered one of the most important modern investment innovations in the financial markets, as they have succeeded in attracting many investors because of their characteristics that distinguish them from other traditional investment funds, and (ETFs) have witnessed strong growth in recent years, as their number reached By the end of ٢٠٢١, there were ٨,٥٥٢ funds driven by investor demand and improvements in technology that made it easier to trade, and their assets amounted to more than \$١٠ trillion.

This study aims to shed light on the various aspects of investing in exchange traded funds, and to achieve the objectives of the study it was divided into four sections: And the fourth topic: the strategies of traded index funds.

Keywords: passive investment, exchange traded funds, financial markets.

المقدمة :

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) واحدة من أهم الابتكارات المالية الحديثة في الأسواق المالية، وهي لا تزال واحدة من أسرع القطاعات نموًا في مجال إدارة الاستثمار حيث نجحت في استقطاب الكثير من المستثمرين لما لها من خصائص تميزها عن غيرها من صناديق الاستثمار التقليدية. وقد أدت صناديق المؤشرات المتداولة إلى تحول منهجي في أدوات الاستثمار التي يستخدمها المستثمرون، من الصناديق المشتركة التقليدية المفتوحة العضوية المدارة بفعالية إلى صناديق المؤشرات المتداولة غير النشطة، كما أن صناديق المؤشرات المتداولة تدر عائدات أعلى بتكلفة أقل مقارنة بمحفظة الأوراق المالية المقابلة أو حتى الصناديق المشتركة الأخرى مما يحفز المزيد من المستثمرين على اللجوء إلى هذا النوع من أدوات الاستثمار. وتقدم طريقة فعالة للغاية لتتبع تكرار الأسهم أو السلع أو حتى مؤشر السندات بغض النظر عن مكان تداولها، ويمكن بيعها كسهم عادي في سوق الأوراق المالية.

ونتيجة استخدام المستثمرون سواء من الأفراد أو المؤسسات صناديق المؤشرات المتداولة لتحقيق مجموعة متنوعة من الأغراض، فقد انتقل استخدام صناديق المؤشرات المتداولة من تتبع مؤشر بسيط إلى استراتيجيات استثمار أكثر تعقيدًا ، بما في ذلك تلك التي تهدف إلى تحقيق نتائج محددة تستهدف استراتيجية معينة أو تعرضًا معينًا .كما أدى التنوع المتزايد في صناديق المؤشرات المتداولة إلى زيادة اعتمادها في جميع المجالات، وظهور فئات جديدة تمامًا من المستثمرين مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات التقاعدية.

وتوفر صناديق المؤشرات المتداولة مزايا عديدة للمستثمرين حيث يتم تداولها في البورصات، وتوفر التعرض لمجموعة واسعة من الأصول (كالأسهم والسندات والسلع والعملات) والمناطق والاستراتيجيات المختلفة، ويمكن شراؤها وبيعها على الفور طوال يوم التداول مما يسمح للمستثمرين

بالتفاعل بسرعة مع اتجاهات السوق - بينما يتم شراء الصناديق المشتركة مباشرة من مدير الصندوق ويتم تسوية الأسعار مرة واحدة فقط في اليوم، بالإضافة إلى انخفاض التكلفة والتنوع والسيولة والكفاءة الضريبية، ومع ذلك فقد أصبحت ETFs أكثر تعقيداً في هيكل وأنواع الاستراتيجيات التي تستخدمها في توليد العوائد، هذه التطورات خلقت فرصاً وتحديات جديدة للمستثمرين والمشاركين في السوق والمنظمين، وأبرزت الحاجة إلى فهم أفضل نقاط الضعف والمخاطر المرتبطة بهذا السوق.

وتستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في العديد من الاستراتيجيات من قبل المستثمرين الأفراد أو المؤسسات، وتتراوح هذه الاستراتيجيات من تخصيص الأصول الأساسية الأكثر تقليدية إلى إدارة النقد وإدارة السيولة وانتقالات المحفظة والتحوط ضد المخاطر، بالإضافة إلى التعرض الدقيق للأسواق الناشئة ولمناطق وقطاعات وصناعات معينة وما إلى ذلك.

أهمية الدراسة :

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من أهم الموضوعات الحديثة والتي لها تأثير كبير على مستقبل الأسواق المالية، وتتبع أهمية البحث من ثلاثة أمور، فالأول هو تزايد أعدادها وأنواعها حيث وصل عددها بنهاية ٢٠٢١ إلى ٨.٥٥٢ صندوق، والثاني قيمة أصولها التي تواصل الارتفاع المطرد حتى وصلت إلى أكثر من ١٠ تريليون دولار أمريكي، والثالث هو تفضيل المستثمرين لهذه الصناديق عن صناديق الاستثمار التقليدية؛ وذلك لما لها من خصائص تميزها كالتنوع والسيولة وانخفاض التكاليف والكفاءة الضريبية.

إشكالية الدراسة :

تكمن مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسى التالى:

كيف يمكن الاستثمار فى صناديق المؤشرات المتداولة وتحقيق أهداف استثمارية متنوعة؟

وانطلاقاً من التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة؟
- كيف تقوم صناديق المؤشرات المتداولة بمتبع المؤشر الأساسي؟
- ما هي أهمية صناديق المؤشرات المتداولة؟
- من هم أطراف التعامل في صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما هي أنواع صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما هي هياكل صناديق المؤشرات المتداولة؟
- كيف يتم تداول صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما هي مزايا الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما هي مخاطر صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما هي استراتيجيات الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة؟

أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم إطاراً لمعالجة الأسئلة حول صناديق المؤشرات المتداولة من خلال تسليط الضوء على الجوانب المختلفة للاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة، باعتبارها من أهم الابتكارات المالية التي أثبتت فعاليتها في استقطاب الاستثمارات وتنشيط التداول في الأسواق المالية.

منهج الدراسة :

تستخدم الدراسة المنهج الاستقرائي في استعراض تعريف صناديق المؤشرات المتداولة وأنواعها وخصائصها وآلية عملها. وتستخدم أيضاً المنهج التحليلي لتحليل مميزات ومدى مساهمتها في زيادة اقبال المستثمرين على الاستثمار في هذه الصناديق.

خطة الدراسة :

تقسم الدراسة إلى :

المبحث الاول: ماهية صناديق المؤشرات المتداولة.

المبحث الثانى: أنواع وهياكل صناديق المؤشرات المتداولة

المبحث الثالث: مزايا ومخاطر صناديق المؤشرات المتداولة.

المبحث الرابع: استراتيجيات صناديق المؤشرات المتداولة.

المبحث الاول

ماهية صناديق المؤشرات المتداولة

يعد ابتكار صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة عنصراً مهماً للغاية في الاتجاه العالمي نحو الاستثمار السلبي الذي يعتمد على الاستثمار في الأوراق المالية بنفس الوزن، حيث لا يتخذ مدير الاستثمار أية قرارات بشأن بيع وشراء الأوراق المالية بل يتبع أداء مؤشر السوق الرئيسي على عكس الإدارة النشطة التي تسعى إلى التفوق على أداء السوق، لذلك من المهم التعرف على هذه الأداة من خلال التطرق لنشأتها وتطورها ومفهومها وآلية عملها.

١-١ نشأة صناديق المؤشرات المتداولة وتطورها:

تعد صناديق المؤشرات المتداولة^(١) منتج حديث نسبياً؛ حيث ظهرت لأول مرة في الأسواق العالمية في عام ١٩٨٩ م من خلال إطلاق أسهم للمشاركة في المؤشر (S&P ٥٠٠) تم تداولها في البورصة الأمريكية وبورصة فيلادلفيا، ولكن على الرغم من نجاحها واهتمام المستثمرين بها بقدر كبير، لم يستمر هذا المنتج طويلاً بسبب حكم أصدرته محكمة فيدرالية في شيكاغو بأن الصندوق يعمل كعقود مستقبلية وأنه يشبه العقد الآجل لأن الاستثمارات تحتفظ بمؤشر بدلاً من الاحتفاظ بالأسهم الأساسية الفعلية؛ وبالتالي إذا كان سيتم تداولها فيجب تداولها في بورصة العقود الآجلة.^(٢)

(١) ناثان موست Nathan Most (١٩١٤-٢٠٠٤) يُنسب إليه الفضل على نطاق واسع في كونه المنشئ للصناديق المتداولة في البورصة الأمريكية. كان لديه خلفية كفيزيائي ومهندس في البحرية الأمريكية خلال الحرب العالمية الثانية، وبعد ذلك في تداول السلع مثل بذور القرطم وزيت جوز الهند. كان يبلغ ٧٣ عاماً عندما طور لأول مرة نسخة تجارية من صندوق تداول في البورصة لبورصة الأوراق المالية الأمريكية (AMEX).

(٢) John Coumarianos, ETFs Not Reflecting Net Asset Value is a Feature, Not a Bug, Barrons Feb. ٣, ٢٠٢٠ <https://www.barrons.com/articles/etfs-not-reflecting-net-asset-value-is-a-feature-not-a-bug-٥١٥٨٠٧٣٣٠٠٠>

وتم إطلاق المحاولة التالية لإنشاء صندوق تداول متداول حديث من قبل بورصة تورنتو في عام ١٩٩٠ وأطلق عليها اسم صندوق مؤشر تورنتو ٣٥ (TIPS ٣٥)، وكان عبارة عن شهادات إيداع تتبع مؤشر TSE-٣٥. وبعد ثلاث سنوات من نجاح صندوق مؤشر تورنتو حاولت البورصة الأمريكية القيام بتطوير شيء يفي باللوائح الصادرة عن لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، وأصدرت شركة (State Street Global Advisors) صندوق مؤشرات (Standard & Poor's Depository Receipts) S&P ٥٠٠ (يطلق عليه SPDR أو "العنكبوت") في ٢٩ يناير ١٩٩٣ الذي يضم أسهم أكبر ٥٠٠ شركة مالية من بنوك ومؤسسات مالية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وبأصول وبأصول تبلغ ٦.٥ مليون دولار فقط.^(١)

ويعتبر صندوق (SPY) SPDR S&P ٥٠٠ الآن أكبر صندوق ETF في العالم بأكثر من ٣٣٨ مليار دولار من الأصول الخاضعة للإدارة وأكثر صناديق المؤشرات المتداولة تداولاً بمتوسط حجم تداول يومي يبلغ ٨٠,٣٥٢,٥٧٨ مليون سهم ونسبة تكاليف تصل إلى ٠.٠٩% فقط، كما يتضح من الجدول رقم (١).

الجدول رقم (١)

أكبر (٥) صناديق مؤشرات متداولة من حيث الأصول الخاضعة للإدارة

(١) Lawrence Carrel, ETFs for the Long Run: What They Are, How They Work, and Simple Strategies for Successful Long-Term Investing, John Wiley & Sons, ٢٠٠٨, p٢٣

الرمز	اسم الصندوق	صافي الأصول	نسبة التكاليف	متوسط حجم الأسهم اليومية (٣ أشهر)
SPY	SPDR S&P ٥٠٠ ETF Trust	٣٣٨,٢١٢,٠٠٠,٠٠٠	%٠.٠٩	٨٠,٣٥٢,٥٧٨
IVV	iShares Core S&P ٥٠٠ ETF	٢٦٩,٧٨٣,٠٠٠,٠٠٠	%٠.٠٤	٤,٨٠٢,٠٤٤
VOO	Vanguard S&P ٥٠٠ ETF	٢٤٣,١١٧,٠٠٠,٠٠٠	%٠.٠٣	٤,٤١١,١٠٢
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	٢٤٠,٤٨٠,٠٠٠,٠٠٠	%٠.٠٣	٣,٨٨٣,٤٧٩
QQQ	Invesco QQQ Trust	١٤١,٩٧٣,٠٠٠,٠٠٠	%٠.٢٠	٥٧,٧٧١,٧٧٧

Source: <https://etfdb.com/compare/market-cap/>

شهد سوق ETF ازدهاره الفعال في مارس ١٩٩٩ مع إطلاق مؤشر تتبع مؤشر ١٠٠-Nasdaq ، المعروف شعبياً باسم Cubes أو Qubes في إشارة إلى تغيير المؤشر الأولي QQQ مؤخرًا إلى QQQQ في سنته الثانية من التداول ، وتم تداول ٧٠ مليون سهم يوميًا أي ما يقرب من ٤ ٪ من معدل تجارة ناسداك، وقد أدت شعبية هذا الصندوق المحدد إلى زيادة وعي السوق بصناديق المؤشرات المتداولة الأخرى وزاد إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة أكثر من الضعف في عام ٢٠٠٠ لتصل إلى ٧٠ مليار دولار، على مر السنين أصبحت صناديق المؤشرات المتداولة بديلاً لـ صناديق الاستثمار المشتركة

التقليدية غير المتداولة والتي قادت منافسيها الرئيسيين مثل Vanguard أو Fidelity لتخفيض رسومها بما يصل إلى ١٠ نقاط أساس أو أقل.^(١)

وبحلول نهاية عام ٢٠٠٢ ، كان هناك ١١٣ صندوق استثمار متداول في الولايات المتحدة بأصول تصل إلى ١٠٢.١٤ مليار دولار تحت الإدارة. وقد لاقت رواجاً كبيراً وانتشاراً واسعاً على مستوى أسواق المال الأمريكية، التي ارتفع عددها من ١٢٣ صندوق سنة ٢٠٠٣ بقيمة أصول ١٥١ مليار دولار إلى ٢٦٣٢ صندوق بنهاية عام ٢٠٢١ بقيمة أصول ٧.١٩١ تريليون دولار.

أما فى أوروبا ، فقد بدأت البورصات الأوروبية فى إدراج أولى صناديق المؤشرات المتداولة فى عام ٢٠٠٠ ، بينما كانت قد اكتسبت شعبية فى الولايات المتحدة. كانت البورصات الأولى التي اقتبست من صناديق المؤشرات المتداولة فى أوروبا هي البورصة الألمانية وبورصة لندن فى أبريل ٢٠٠٠ ، ومع افتتاح XTF و قطاعات السوق المحددة من extramark اشتدت المنافسة بسرعة مع دخول بورصة ستوكهولم فى نهاية أكتوبر ٢٠٠٠ ، يورونكست فى يناير ٢٠٠١ عندما بدأ NextTrack تداول صناديق المؤشرات المتداولة فى أسواق باريس وأمستردام (تداول فى بدأت بروكسل فى أكتوبر ٢٠٠٢) والبورصة السويسرية فى مارس ٢٠٠١ ، وأدرجت بورصة هلسنكي أول ETF لها فى فبراير من عام ٢٠٠٢ IHEX ، فى حين افتتحت بورصة إيطاليا قسم MTF المخصص لصناديق المؤشرات المتداولة فى سبتمبر . وتم إطلاق صناديق المؤشرات المتداولة فى السوق الأيسلندية فى ديسمبر ٢٠٠٤ ، والسوق الأيرلندي فى أبريل ٢٠٠٥ ، والسوق النمساوي فى نوفمبر ٢٠٠٥ ، وبدأت البورصات باقتباس صناديق

(١) Laurent Deville, Exchange Traded Funds: History, Trading and Research, June ٢٠٠٦, p٤

المؤشرات المتداولة ذات القاعدة العريضة لمؤشر الأسهم الوطنية والإقليمية ثم قاموا بسرعة بتتويج المعايير المرجعية لمجموعة متنوعة من المؤشرات الأساسية^(١)

وقد بلغ عدد هذه الصناديق من ١٦٨ صندوق في عام ٢٠٠٥ في دول أوروبا مجتمعة بقيمة أصول ٥٧ مليار دولار، وفي السنوات العشر التي أعقبت الأزمة المالية العالمية شهدت أصول صناديق المؤشرات المتداولة في أوروبا طفرة كبيرة في النمو خلال هذه الفترة؛ فكان معدل النمو السنوي المركب (CAGR) يزيد عن ١٦٪ ابتداءً من عام ٢٠١٠ بأصول بقيمة ٢٢٨ مليار دولار فقط، ودخلت صناديق المؤشرات المتداولة العقد الجديد بأكثر من ١ تريليون دولار من إجمالي الأصول، على الرغم من أن بداية أزمة COVID-١٩ التي تسببت في انخفاض كبير حيث تراجعت الأسواق وسحب المستثمرون الأموال من الأسواق، ثم شهد الانتعاش اللاحق وانتعاش السوق ارتفاع الأصول مرة أخرى فوق علامة تريليون دولار^(٢) وارتفع عدد هذه الصناديق إلى ١٩٢٦ صندوق في نهاية عام ٢٠٢١ وبقيمة أصول تصل لنحو ١.٥ تريليون دولار.^(٣)

ومن ثم بدأت صناديق المؤشرات المتداولة تنمو بوتيرة سريعة في الأسواق المالية العالمية، حتى

وصل عددها بنهاية ٢٠٢١ إلى ٨.٥٥٢ صندوق وبلغت قيمة أصولها أكثر من ١٠ تريليون دولار

أمريكي كما يظهر من الشكل رقم (١).

وقد نما الاستثمار السلبي بشكل كبير في العقود القليلة الماضية، وقد لاحظ Sullivan and

Xiong (٢٠١٢) أنه في حين أن الصناديق المدارة بشكل سلبي لا تمثل سوى حوالي ثلث جميع أصول

(١) Laurent Deville, Exchange Traded Funds: History, Trading and Research, op.cit, p٤

(٢) Benjamin O'Dwyer, European ETF Industry Evolution: ٢ Crises Survived and ١٠ Years of Growth, State Street Global Advisors, September ٢٠٢٠, p١

(٣) <https://www.statista.com/statistics/٢٧٨٢٤٩/global-number-of-etfs-Europe/>

الصندوق، فإن متوسط معدل نموها السنوي منذ أوائل التسعينيات يبلغ ضعف معدل نمو الأصول المدارة بشكل نشط (٢٦% سنويًا للاستثمار السلبي مقابل ١٣ في المائة سنويًا للنشط).^(١)

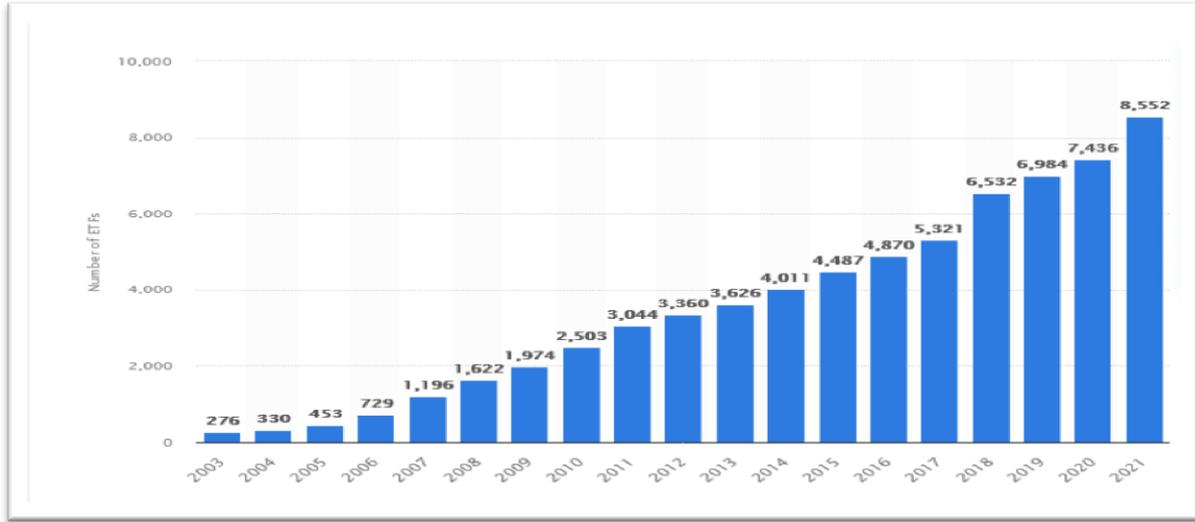
وفي نفس الوقت شهدت الصناديق المشتركة التقليدية النشطة انخفاضًا خلال العقد الماضي، ويعكس هذا النمو جزئيًا إنشاء اقتصاديات مالية حديثة بما في ذلك قيمة التنوع الواسع للمحفظة ومفهوم فعالية الأسعار من الناحية المعلوماتية، ويعكس النمو في صناديق المؤشرات المتداولة بعض الاعتبارات كالوعي المتزايد بتكاليف المعاملات والضرائب والرسوم المنخفضة ودوران الأعمال مقارنة بالإدارة النشطة. وعلى النقيض من ذلك، فإن الاستثمار النشط يتطلب من المستثمر أن يبتعد عن الترحيح القائم على القيمة السوقية ويتطلب قرارًا واعيا بشأن الأوراق المالية أو فئات الأصول التي يجب أن يزيد وزنها أو ينقصها بالنسبة إلى السوق الأوسع، وعليه فإن الإدارة النشطة هي لعبة محصلتها صفر بدون رسوم، علاوة على ذلك هناك القليل من الأدلة على أنه يمكن تحديد المديرين النشطين المهرة بسهولة. كما أن الاستثمار في المؤشرات يوفر تعرضًا متنوعًا منخفض التكلفة لقطاعات السوق المختلفة.^(٢)

(١) Rodney N. Sullivan and James X. Xiong, How Index Trading Increases Market Vulnerability, Financial Analysts Journal, CFA Institute ٢٠١٢, Volume ٦٨, Issue ٢, p٧٠-٨٥

(٢) Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, Oxford University Press, August ٢٠١٦, p٥

الشكل رقم (١)

نمو صناديق المؤشرات المتداولة عالميا من عام ٢٠٠٣م حتى عام ٢٠٢١م



Source: Sastatista Research Department, May ٢٣, ٢٠٢٢

وقد انتشرت صناديق المؤشرات المتداولة في الدول العربية، حيث يوجد في المملكة العربية السعودية ٧ صناديق (فالكم ٣٠، الخبير للدخل، البلاد للذهب، فالكم للبتروكيماويات، مؤشر إتش إس بي سي أم تي ٣٠، صكوك الإنماء و Albilad Saudi Sovereign Sukuk) وفي الامارات العربية المتحدة يوجد ٦ صناديق (Chimera S&P UAE UCITS Fund D AED Inc, Chimera S&P UAE Shariah Share S&P KSA Shariah Share Class B SAR Inc, Class A Accumulating, Chimera S&P Kuwait Shariah Share Class B In, Chimera S&P UAE UCITS Fund A AED Acc, Chimera S&P UAE Shariah Share Class B Income) وفي قطر يوجد صندوقان اثنان هما Al Rayan Qatar, QE Index.

وتواكباً مع النمو المتسارع لهذا النوع من الصناديق فقد أعلنت السوق المالية المصرية تأسيس

شركة صناديق المؤشرات (EGX ٣٠ INDEX ETF) كشركة مساهمة مصرية في ٩ يونيو ٢٠١٤م

وتم إدراج أسهم الشركة في البورصة المصرية في ٨ يناير عام ٢٠١٥م، ويبلغ رأس المال السوقي للشركة ٤١,٠٧٧,٣٠٠ جنيه مصري ويتمثل النشاط الأساسي الذي تأسست من أجله شركة وثائق استثمار شركة صناديق المؤشرات (EGX ٣٠ INDEX ETF) في الاستثمار بالأسهم المقيدة بالبورصة وتحديداً في مؤشر (Egyptian Exchange ٣٠)، وهي متاحة للمستثمرين الذي يرغبون في استثمار أموال صغيرة من مدخراتهم بسعر يبدأ من ٢٠ أو ٥٠ جنيهاً.

ومن الجدير بالذكر أن صناديق المؤشرات المتداولة كما تطورت حسب العدد والحجم فإنها تطورت حسب النوع أيضاً، ففي البداية تم تصميم جميع صناديق المؤشرات المتداولة لتتبع أداء مؤشرات الأسهم الأمريكية المحددة، ولا تزال هذه الأنواع من صناديق المؤشرات المتداولة القائمة على المؤشر هي النوع السائد من صناديق المؤشرات المتداولة المعروضة والمباعة في الولايات المتحدة. ومع ذلك فإن صناديق المؤشرات المتداولة الأحدث تسعى أيضاً إلى تتبع مؤشرات السلع والعملات وأدوات الدخل الثابت والأوراق المالية الأجنبية، بالإضافة إلى ذلك تشمل صناديق المؤشرات المتداولة الأحدث على صناديق المؤشرات المتداولة التي تتم إدارتها بنشاط، أي أنها لا تسعى فقط إلى تتبع مؤشر بشكل سلبي، بل تسعى إلى تحقيق هدف استثماري محدد باستخدام استراتيجية استثمار نشطة.^(١)

ويرجع النمو المطرد في صناديق المؤشرات المتداولة من حيث التنوع والحجم إلى ثلاثة مصادر رئيسية وفقاً لدراسة (Sullivan and Xiong ٢٠١٢) المصدر الأول هو الانخفاض المنتظم في تشتت التغييرات في حجم تداول الأسهم نتيجة للنمو الإجمالي في الأصول المؤسسية مما يؤدي لارتفاع تداول المؤشرات، والثاني يتعلق بصناديق الاستثمار المشتركة النشطة التي تتم إدارتها مقابل مؤشر مرجعي

(١) SEC's Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin, exchange-traded funds ("ETFs"), Investor Assistance (٨٠٠) ٧٣٢-٠٣٣٠, August ٢٠١٢, p1

ومعايير محددة ، حيث تساهم هذه الصناديق النشطة في ارتفاع مخاطر السوق ومن ثم انخفاض حجم الاستثمار في هذه الصناديق، والثالث يتعلق بارتفاع التداول المرتبط بـ المستثمرين المؤسسيين وخاصة أولئك الذين يركزون على الاستثمار الكمي، فقد ثبت أن المستثمرين المؤسسيين يفسرون الارتفاع السريع في معدل دوران الأسهم منذ ١٩٩٣، وسعيهم المتزايد لاتباع استراتيجيات استثمار عالمية شاملة والاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة لتقليل مخاطر السوق.^(١)

٢-١ مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة :

تُعرف صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) بأنها أداة استثمارية يتم تداولها خلال اليوم وتسعى إلى تكرار أداء مؤشر معين.^(٢)

كذلك هي أداة استثمارية شائعة بشكل متزايد والتي توفر للمستثمرين التعرض للأسواق الأساسية للأسهم والسندات والأصول الأخرى، وتوفر تنوعاً للمحفظة والوصول إلى مجموعة واسعة من استراتيجيات الاستثمار.^(٣)

وأيضا هي صناديق استثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين ولكن يتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وتتميز صناديق المؤشرات بما تمنحه للمستثمرين من فرص تغطية أسواق كاملة في دول مختلفة أو قطاعات مختلفة وذلك بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى.^(٤)

(١)Rodney N. Sullivan and James X. Xiong, How Index Trading Increases Market Vulnerability, op.cit, p٧٠-٨٥

(٢)Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, op.cit, p٤

(٣)IOSCO, Exchange Traded Funds Good Practices for Consideration, Consultation Report, April ٢٠٢٢, p٨

(٤)البورصة المصرية، نبذة عن صناديق المؤشرات

كما يقصد بها صناديق الاستثمار التي تصدر وثائق مقابل محفظة تتبع أغلبية الأوراق المالية المكونة لها أحد مؤشرات الأسعار بالبورصات.^(١)

ويتضح من التعريفات السابقة أنه لا يوجد تعريف موحد لصناديق المؤشرات المتداولة ETFs ، ويمكن تعريف صناديق المؤشرات المتداولة بأنها أداة استثمارية تتكون من سلة من الأوراق المالية التي يتم تداولها فى البورصة، وتسعى لتكرار أداء مؤشر معين سواء كان التكرار ماديا أو اصطناعيا.

وتتكون صناديق المؤشرات من سلة من الأوراق المالية المتداولة فى البورصة، فهي مصممة كصناديق الاستثمار المفتوحة لتوفير تكاليف اقل للدخول فى البورصة. ولكن بخلاف صناديق الاستثمار المفتوحة فيمكن تداول صناديق المؤشرات فى أي وقت خلال جلسة التداول.^(٢)

وبشكل عام يلاحظ أن صناديق المؤشرات المتداولة ليست صناديق استثمار مشتركة، إلا أنها تجمع بين ميزات الصناديق المشتركة والتي يمكن شراؤها أو استردادها فى نهاية كل يوم تداول بسعر صافي قيمة الأصول وبين ميزة التداول فى ذات اليوم للصندوق المغلق الذي يتم تداول أسهمه طوال يوم التداول فى السوق.^(٣)

<https://www.egx.com.eg/ar/ETFs.aspx>

(١) قرار وزير الاستثمار المصري رقم ٢٩٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(٢) البورصة المصرية، نبذة عن صناديق المؤشرات

<https://www.egx.com.eg/ar/ETFs.aspx>

(٣) التداول فى ذات اليوم هو بيع كل أو جزء مما تم شراؤه من وحدات etfs فى ذات جلسة التداول، أو شراء كل أو جزء مما تم بيعه فى ذات جلسة التداول.

كما أنها تمكن المستثمرين من الاستثمار في مجموعة من الأصول المختلفة التي قد يتعذر الوصول إليها أو تكون باهظة الثمن بما في ذلك أسواق الأسهم والسلع الناشئة . وتقسم أموال الصندوق إلى عدد من الوحدات المتساوية القيمة (وثائق الصندوق)، وتمثل كل وثيقة حصة غير مفرزة لمالكها في أصول الصندوق، وتتضمن كل وثيقة مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة تتشابه في تكوينها الأوزان النسبية لأسهم مؤشر معين بحيث تكون الوثيقة ممثلة لأداء ذلك المؤشر ، ومن جهة أخرى تكون هذه الوثيقة في حد ذاتها قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة تداول الأسهم العادية وخلال الساعات المخصصة للتداول بالبورصة.^(١)

ويتم تداول ETFs مثل الأسهم طوال يوم التداول بأسعار متقلبة، غالبًا ما تتبع المؤشرات الرئيسية مثل Nasdaq ٥٠٠ و S&P ٥٠٠ و Dow Jones و Russell ٢٠٠٠. لا يمتلك المستثمرون في هذه الصناديق الاستثمارات الأساسية بشكل مباشر، ولكن بدلاً من ذلك لديهم مطالبة غير مباشرة ويحق لهم الحصول على جزء من الأرباح والقيمة المتبقية في حالة تصفية الصندوق، ويمكن شراء أسهم الملكية أو الفوائد الخاصة بهم وبيعها بسهولة في السوق الثانوية.^(٢)

٣-١ طريقة التأسيس:

أما عن طريقة تأسيس صندوق مؤشرات متداولة في مصر، فقد أوضحها قرار وزير الاستثمار رقم ٢٩٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث يتم

SEC's Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin, exchange-traded funds (ETFs), op.cit, p٢

(١) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية، بحث المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، ٥-٦-٢٠١٤، ص ٥

(٢) <https://www.pssinvest.com/education/etfmarketbasic/> on ٢٢/٧/٢٠٢٢

تأسيس صناديق المؤشرات المتداولة من خلال تقدم الشركات المساهمة (التى تؤسس وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م) الرغبة فى إنشاء صندوق المؤشرات بطلب للهيئة العامة لسوق المال يكون مشتملا على البيانات التالية :

- اسم المؤشر المستهدف من عملية الاصدار

- موافقة الجهة المسجل بأسمها المؤشر

- حجم الاصدار المتوقع وعملته

- عدد الوثائق المتوقع اصدارها وقيمتها الاسمية

- ما يفيد التعاقد مع اثنين على الأقل من صانعى السوق.

١-٤ أطراف التعامل فى صناديق المؤشرات المتداولة:

إن تداول وثائق صناديق المؤشرات المتداولة يستوجب التعامل بين العديد من الأطراف، حيث

تلتزم شركة الصندوق بالتعاقد مع الأطراف التالية: (١)

١- مدير الاستثمار:

٢- اثنين على الأقل من صانعى السوق

٣- الجهة المصدرة للمؤشر

٤- أمين الحفظ

(١) الهيئة العامة للرقابة المالية، صناديق المؤشرات إضافة جديدة لسوق المال فى مصر، ٢٠١٥ / ١/١٤ &

٢٣٩ https://fra.gov.eg/fra_news/efsa_239 البورصة المصرية، صناديق المؤشرات

https://www.egx.com.eg/ar/ETFs_Glossary.aspx

٥- شركة خدمات الادارة

٦- أى جهة أخرى ذات صلة بنشاط الصندوق.

١-٤-١- مدير الاستثمار:

هو الجهة التي تدير استثمارات الصندوق والمرخص لها من قبل هيئة السوق المالية بإدارة الأصول، ولا بد أن تملك الخبرة الكافية لتحقيق أهداف الصندوق وأن يحتفظ بالملاءة المالية اللازمة لمزاولة نشاطه وضمان الوفاء بالتزاماته تجاه الصندوق. ويلتزم مدير الاستثمار بما يلي :

- المحافظة بصفة مستمرة على معامل ارتباط بين سعر تداول الوثيقة بالبورصة وقيمة المؤشر وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

- المحافظة بصفة مستمرة على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة للمؤشر عن نسبة معينة من إجمالي الأوراق المكونة للمحفظة وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة (يجب ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق عن ٩٥% من الأوراق المالية المكونة للمؤشر مع الحرص على عدم الإضرار بحملة وثائق الصندوق).

- احتساب صافي قيمة أصول الصندوق والافصاح عنها للهيئة والبورصة.

- الافصاح عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق، مع إخطار كل من الهيئة والبورصة بها يوميا بعد جلسة التداول.

- اخطار كل من الهيئة والبورصة بمواعيد توزيع الكوبونات وقيمتها والافصاح عن ذلك على شاشات البورصة.

- اخطار كل من الهيئة والبورصة كتابيا وبصفة دورية بأى تغيير فى عدد الوثائق والايقاف المؤقت لاستبدال الوثائق بالأوراق المالية المكونة للمؤشر والعكس، وأية أحداث جوهرية من شأنها التأثير على

أداء الصندوق ونشاطه، أو قد تؤدي إلى تصفية الصندوق أو اندماجه فى صناديق أخرى أو إنهاء اندماج قائم أو أية عمليات تجزئة يكون محلها الوثائق الصادرة عن الصندوق.

ولا يقاس نجاح مدير استثمار الصندوق بمدى الأرباح أو الارتفاع فى قيمة الوثيقة، إذ لا دور لمدير الاستثمار فى انتقاء الأسهم واختيار الأفضل منها، وإنما يلتزم بأن تماثل محفظة الصندوق مكونات المؤشر، وبالتالي تصعد قيمة الوثيقة مع صعود المؤشر وتهبط معه.

١-٤-٢ - صانع السوق:

صانع السوق هو الشركة المرخص لها من الهيئة بمزاولة النشاط، ويقوم باتاحة التعامل المستمر على وثائق الصندوق الذى يقوم بصناعة سوقه وتوفير السيولة الدائمة عن طريق قيامه بادراج عروض بيع وطلبات شراء على وثائق الصندوق.

ويتولى ما يلى :

- تكوين محفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر المستهدف من عملية الاصدار بنسبة معينة من إجمالى الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وذلك باستخدام الأموال المتاحة التى تم الاكتتاب بها والاحتفاظ بباقى الأموال التى تم الاكتتاب فيها فى صورة سيولة .

- ايداع الأوراق المالية المكونة للمحفظة لدى أحد آمنة الحفظ لحساب الصندوق.

- تجميع الاوراق المالية المكونة للمؤشر والوثائق المتداولة فى السوق بما يعكس وحدة الاصدار ومضاعفاتها، وايداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق لغرض استبدالها من مدير الاستثمار بوثائق متداولة جديدة بسعر يساوي نصيب الوثيقة من صافي أصول الصندوق.

- المحافظة بصفة مستمرة على ألا يتجاوز الفرق بين سعري العرض والطلب التى يلتزم بها عن ٣%.

- ألا يقل إجمالي كميات عروض البيع وطلبات الشراء خلال الجلسة عن ٥% من متوسط عدد وثائق الصندوق خلال الأسبوع السابق وبعده أدنى ما يعادل قيمته مليون ونصف المليون جنيه مصرى.

- ألا يقل إجمالي كميات عروض البيع و طلبات الشراء عن ما قيمته خمسة وعشرون ألف جنيه عند كل تحديث للأوامر التى يلتزم بها أثناء كل جلسة، وبشرط ألا تقل كمية الأمر المدرج للبيع أو الشراء عن ألف وثيقة.

كما يلتزم بإجراء أي تعديلات تطلبها هيئة السوق أو البورصة، خاصة فيما يتعلق بنسبة الفرق المسموح بين سعري العرض والطلب وفرق الكميات على العروض والطلبات من هذه الوثائق، كما يستوجب عليه إيداعها لدى أمين الحفظ.

ويتم نقل ملكية الأوراق المالية فيما بين الصندوق وصانع السوق من خلال شركة الايداع والقيود المركزي، ويستفيد صانع السوق من الفروق السعرية بين أسعار طلبات الشراء وعروض البيع للوثائق إضافة إلى ذلك إذا كان هناك فروق بين سعر الوثيقة وصافي قيمة الدفترية للوثيقة فيمكنه الاستفادة منها أيضا وهو ما يسمى بالمراجعة السعرية.

١-٤-٣- أمين الحفظ:

هو مؤسسة مالية أو بنك أو شركة وساطة مالية تقوم بحفظ أصول الأفراد أو صناديق الاستثمار أو شركات الاستثمار، ويشترط ألا يكون أمين الحفظ مساهما فى الصندوق أو مدير الاستثمار أو من الشركات المرتبطة بالصندوق، ويلتزم بالقيام بالمهام الآتية:

- حفظ الاوراق المالية التى يستثمر الصندوق أمواله فيها.

- حفظ الوثائق المصدرة عن صندوق المؤشر بعد غلق باب وقبل القيد بالبورصة.

- تقديم بيان كل ثلاثة أشهر عن هذه الاوراق المالية للهيئة.

- تحصيل عوائد الاوراق المالية التى يساهم فيها الصندوق.

١-٤-٤- شركة خدمات الادارة:

هى الجهة المرخص لها من قبل الهيئة للقيام بمهام خدمات الادارة فى مجال صناديق الاستثمار،

ويجب أن تكون مستقلة عن الجهة المؤسسة للصندوق ومدير الاستثمار.تقوم شركة خدمات الادارة

بحساب صافى قيمة أصول الصندوق وتسجيل عمليات اصدار واسترداد وثائقه، كما تلتزم بالقيام بما يلى:

- اخطار الهيئة والبورصة يوميا بعد جلسة التداول بصافى قيمة أصول الصندوق ونصيب الوثيقة من

صافى هذه القيمة وكذا عدد الوثائق القائمة.

- اخطار الهيئة والبورصة بمواعيد توزيع كويونات الوثائق وقيمتها على أن يتم الافصاح عن ذلك على

شاشات البورصة.

- اخطار البورصة لحظيا أثناء جلسة التداول بالقيمة الاستثمارية للوثيقة والافصاح عنها لكل المتعاملين

على الموقع الالكتروني كل ١٥ ثانية خلال جلسة التداول.

- اعداد ملف يوضح بشكل تفصيلي محتويات سلة الأسهم المستبدلة بوحدة (الاصدار/الاسترداد)

بالإضافة للجزء النقدى الذى سيتم استبداله ما بين حساب الصندوق وحساب صانع السوق بناء على

عمليات الاصدار والاسترداد لهذا اليوم والاعلان عنها وفقا لما تحدده نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات.

- ارسال كشوف حساب دورية ربع سنوية على الأقل إلى حملة الوثائق طبقا لنشرة الاكتتاب أو مذكرة

المعلومات.

- اعداد وحفظ سجل بحملة الوثائق وتسجيل بياناتهم.

- احتساب ناتج التصفية لكل وثيقة.

١-٤-٥- الجهة المصدرة للمؤشر:

هي الجهة التي تتولى تزويد الصندوق بالبيانات الأساسية للمؤشر.

١-٥- أهمية صناديق المؤشرات المتداولة:

نظرًا لتزايد شعبية صناديق المؤشرات المتداولة على مدار العشرين عامًا الماضية ، فقد أصبحت جزءًا أساسيًا بشكل متزايد من محافظ المستثمرين، حيث تعد بديل مناسب وفعال من حيث التكلفة لشراء جميع الأوراق المالية الأساسية لمؤشر معين، وتعمل صناديق المؤشرات المتداولة على تبسيط عملية تخصيص الأصول طويل الأجل وهذا يجعلها استثمارًا تجريبيًا مثاليًا لصغار المستثمرين.

وتتبع الأهمية المتزايدة لصناديق المؤشرات المتداولة من حقيقة أنها الطريقة الوحيدة التي تمكن المستثمرين الأجانب من الوصول إلى الأسواق الناشئة،^(١) حيث أنها تقدم للمستثمرين واحدة من أكثر الطرق كفاءة وفعالية من حيث التكلفة والملاءمة للوصول إلى العوائد من الأسواق الناشئة ومجموعة واسعة بشكل متزايد من فرص الاستثمار الأخرى حول العالم.

كما إن الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة يؤدي إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويمنح المستثمرين مرونة أكبر للاختيار في تنويع استثماراتهم وتوزيعها على قنوات السوق المالية وقطاعاتها،^(٢) وهذا يمكنهم من دخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة.

ويمكن المستثمرين من تغطية أسواق كاملة في دول مختلفة أو قطاعات مختلفة بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى، بالإضافة إلى أن تكوينها من مجموعة متنوعة من الأوراق المالية يتيح

(١) Mitch Kosev and Thomas Williams, Exchange-traded Funds, Reserve Bank of Australia, Bulletin, March Quarter ٢٠١١, p٥٢

(٢) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية،

مرجع سابق، ص٨

الاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم، وهذا يعنى أن الاهتمام ينصب على الأداء العام للمؤشر بدلاً من التركيز على الأداء الفردي لكل سهم موجود في المؤشر، في الوقت الذي يتم تداولها بنفس السهولة التي يتم بها تداول سهم واحد. وتمكن المستثمرين من استخدام استراتيجيات إدارة المخاطر مثل أوامر الحد وأوامر وقف الخسارة في إجراء التداولات، وتعتبر مثل الأسهم العادية يمكن بيعها على المكشوف (حيث يتم استعارة ورقة مالية ثم بيعها مما يسمح بذلك البائع لجني الأرباح من هبوط الأسعار).^(١)

وتظهر أهمية صناديق المؤشرات المتداولة في قدرتها على أداء نفس أنواع المعاملات التي يمكن إجراؤها مع جميع الأصول الموجودة في البورصة. على سبيل المثال قد يقوم المستثمرون بإجراء عمليات بيع قصيرة لإجراء عمليات شراء الهامش، واستثمار المال بقدر ما يريدون (لا يوجد حد أدنى من متطلبات الاستثمار)، كما لديها إمكانية استخدام خيارات البيع والشراء، بينما الصناديق المشتركة لا تقدم هذا.^(٢)

١-٦ آلية انشاء واسترداد صناديق المؤشرات المتداولة:

يظهر من الشكل رقم (٢) أن آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة تتم في سوقين، حيث يتم انشاء واسترداد سلة الأسهم المكونة لمحفظة الصندوق بما يتماشى مع مكونات المؤشر المستهدف في السوق الأولية^(٣)، وتداول أسهم الصندوق في السوق الثانوية^(١) من المستثمرين سواء بالشراء أو بالبيع.

(١) Mitch Kosev and Thomas Williams, Exchange-traded Funds, op.cit, p٥٥

(٢) Elitsa Petrova, A brief over view of the types of etfs, September ٢٠١٥, Annals of Spiru Haret University Economic Series ١٥(٣), pp٣٩-٤٥

(٣) السوق الأولية هي المكان الذي يتم فيه إنشاء الأوراق المالية بما في ذلك انشاء واسترداد صناديق المؤشرات المتداولة، ويكون متاح فقط للمشاركين المعتمدين Aps .

(٤) السوق الثانوية هي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إنشاؤها في السوق الأولية بما في ذلك أسهم ETF من تداولها من خلال عملية إنشاء / استرداد في السوق الأولية.

١-٦-١ السلة الأساسية للأوراق المالية (السوق الأولية):

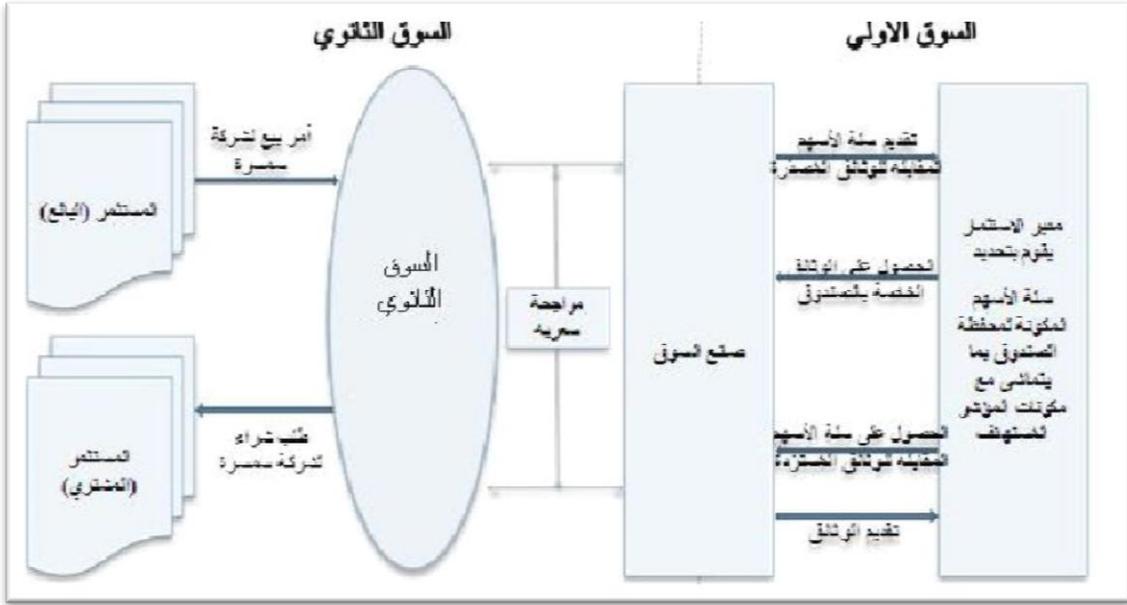
في عملية إنشاء ETF النموذجية ، ينشر مزود أو مدير الاستثمار ETF -شركة إدارة الأصول بالنسبة لأي ETF - أولاً قائمة بالأوراق المالية في سلة أسهم ETF ، ويقوم المشارك المعتمد AP - الذي يتم تعيينه من قبل مزود صندوق المؤشرات المتداولة سواء كان صانع سوق أو متخصصاً أو بنكا أو أي مؤسسة مالية كبيرة أخرى بشرط أن يتمتع بقدر كبير من القوة الشرائية^(٢) - بعد ذلك ببيع أسهم ETF في البورصة لجميع المستثمرين، حيث لا يبيع رعاة الصندوق أسهمهم في ETF مباشرة إلى المستثمرين بل يقومون بإصدار الأسهم في شكل كتل كبيرة تسمى "وحدات الإنشاء" ثم يقوم APs بتجميع سلة الأوراق المالية وتسليمها إلى مدير الاستثمار بمجرد أن يتلقى الراعي سلة الأوراق المالية فإنه سيقدم أسهم ETF جديدة إلى صانع السوق أو Aps^(٣).

(١) Emma Boyde, How do ETFs work? ٦ October ٢٠٢٠ at <https://www.ft.com/content/f٢٦٨٥٧٥٧-٢٦٣٩-٤٢٤f-٨f١e-٠f٤f٩٨١dadba>

(٢)Eva Su, Exchange-Traded Funds (ETFs): Issues for Congress, op.cit, p ٨

الشكل رقم (٢)

آلية انشاء واسترداد صناديق المؤشرات المتداولة



Source: https://fra.gov.eg/fra_news/efsa_٢٣٩/

وتتكون وحدة الإنشاء من عدد محدد من أسهم ETF تتراوح عموماً من ٢٥٠٠٠٠ إلى ٢٥٠٠٠٠٠ سهم، ثم يتم تسليم أسهم ETF إلى AP عندما يتم تحويل سلة الإنشاء المحددة إلى الصندوق، ويسمح الصندوق أو يطلب AP استبدال النقود ببعض أو كل الأوراق المالية أو الأصول في سلة الإنشاء، هذا بشكل عام يحدث عندما يصعب الحصول على الأداة في سلة الإنشاء أو عندما لا يتم الاحتفاظ بها من بعض المستثمرين مثل أوراق مالية أجنبية معينة، ويمكن لـ AP إما الاحتفاظ بأسهم ETF التي تشكل وحدة الإنشاء أو بيع كل منهم أو جزء منه لعملائها أو لمستثمرين آخرين في السوق الثانوية.^(١)

أما عملية الاسترداد في السوق الأولية فهي ببساطة عكس عملية الإنشاء، إذ يتم استرداد وحدة الإنشاء عندما تحصل AP على عدد أسهم ETF المحدد في وحدة الإنشاء وتعيد وحدة الإنشاء إلى

(١) Investment Company Institute, Investment Company Fact Book ٢٠٢٢, p٧١

الصندوق، في المقابل تتلقى AP سلة استرداد للأوراق المالية والنقدية و/أو الأصول الأخرى يوميا إجمالي قيمة سلة الاسترداد وأي تعديل نقدي يعادل قيمة وحدة الإنشاء بناءً على صافي قيمة الأصول الخاصة بـ ETF في نهاية اليوم الذي بدأت فيه الصفقة. وغالبا ما تكون عملية الإنشاء والاسترداد عينية وليست نقدية أي أنه يتم تبادل الأسهم بسلة من الأوراق المالية بدلاً من التسويات النقدية.^(١)

١-٦-٢ تداول أسهم ETF في السوق الثانوية:

يتم تداول معظم أسهم ETF في البورصات الوطنية مما يخلق مصدراً مرئياً للسيولة من خلال أنشطة التداول العامة، وتكون سيولة ETF في البورصة مدفوعة إلى حد كبير بالعرض وطلب المشاركين في السوق الثانوية العامة، وهذا يختلف تماماً عن الصناديق المشتركة التي تستمد السيولة من مزودي الصناديق فقط ، ويتم تداول معظم أسهم ETF عدة مرات في البورصات في السوق الثانوية أكثر.^(٢)

١-٦-٣ آلية الإنشاء والاسترداد :

وهي طريقة يستخدمها صناع السوق للصناديق المتداولة في البورصة (ETF) لتسوية الفروق بين صافي قيم الأصول (NAV) وقيم السوق، تساعد هذه العملية على منع تداول أسهم ETF بخصم أو علاوة مما يجعلها متماشية مع NAV الأساسي والقيمة العادلة لسهم واحد من الصندوق.^(٣)

(١)Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, ٢٠٢٢p٧٢ & Eva Su, Exchange-Traded Funds (ETFs): Issues for Congress, op.cit p ٨

(٢)Eva Su, Exchange-Traded Funds (ETFs): Issues for Congress, op.cit p ٨

(٣)Daniel Liberto, Redemption Mechanism, investopedia, June ٢٩, ٢٠٢٢, on <https://www.investopedia.com/terms/r/redemption-mechanism.asp>

ويتم استخدام آلية الاسترداد من قبل المشاركين المعتمدين (APs) للحصول على الأوراق المالية التي تريد ETF الاحتفاظ بها. على سبيل المثال، إذا تم تصميم ETF لتتبع مؤشر S&P ٥٠٠، فستشتري AP الأسهم في جميع مكونات S&P ٥٠٠ بنفس أوزان المؤشر بالضبط، ثم تقوم بتسليم هذه الأسهم إلى مزود ETF. في المقابل يمنح المزود AP مجموعة من أسهم ETF ذات القيمة المتساوية تسمى وحدة الإنشاء. يتم تشكيل هذه الوحدة عادة في كتل من ٥٠٠٠٠٠ سهم. ويتم التبادل على أساس القيمة العادلة واحد مقابل واحد، يقدم AP قدرًا معينًا من الأوراق المالية الأساسية وتتلقى نفس القيمة بالضبط في أسهم ETF مسعرة بناءً على صافي قيمة الأصول (NAV)، وليس القيمة السوقية التي يتم تداول ETF بها، ويستفيد كلا الطرفين من الصفقة، إذ يحصل مزود ETF على الأسهم التي يحتاجها لتتبع المؤشر، ويحصل AP على الكثير من أسهم ETF لإعادة بيعها من أجل الربح.^(١)

ويتم إنشاء واسترداد أسهم ETF على أساس مستمر ويتم تسعيرها على أساس صافي قيمة الأصول التي يحتفظ بها الصندوق. ويطلب من صناديق المؤشرات المتداولة نشر معلومات يومية حول حيازات الصندوق من الأوراق المالية وصافي قيمة الأصول بالإضافة إلى تكوين للمحفظة اللازمة للإنشاء والاسترداد في السوق الثانوية، ويتم تحديد أسعار صناديق المؤشرات المتداولة من خلال التداول اليومي في البورصة ويجب أن تعكس صافي قيمة أصول الصندوق خلال اليوم؛ لأن صناديق المؤشرات المتداولة تتداول في البورصة وتخضع أسعارها لتقلبات العرض والطلب، والتي قد تسبب في تداول ETF بعلاوة أو خصم مقارنة بصافي قيمة الأصول، ومع ذلك فإن هذه الانحرافات عادة ما تكون صغيرة، وتدفع أرباح الأسهم إما للمستثمرين بشكل دوري أو إعادة استثمارها في ETF.^(٢)

(١) Daniel Liberto, Redemption Mechanism, investopedia, op.cit.

(٢) Mitch Kosev and Thomas Williams, Exchange-traded Funds, op.cit, p٥٧

ونتيجة لتداول صناديق المؤشرات المتداولة مثل الأسهم العادية نجد أن أسعارها تتقلب على مدار اليوم لاعتمادها على العرض والطلب على الأسهم المتداولة ، فإذا زاد اقبال المستثمرين على ETF ، فإن سعرها سيرتفع فوق قيمة الأوراق المالية الأساسية، على العكس من ذلك يمكن أن ينخفض سعرها إلى أقل من قيمة الأوراق المالية الأساسية إذا انخفض اقبال المستثمرين على ETF وحدثت عمليات بيع، وهنا يلجأ المشاركون المعتمدون (APS) للشراء من أحد الأسواق وبيعها في سوق أخرى في نفس الوقت لتحقيق ربح وهذه العملية تسمى بالمراجعة.^(١)

تساعد عملية المراجعة هذه في الحفاظ على سعر وحدات صندوق المؤشرات المتداولة بما يتماشى مع قيمة محفظتها الأساسية مع وجود العديد من المشاركين المعتمدين الذين يراقبون صناديق الاستثمار المتداولة،^(٢) وبالتالي تظل أسعار صناديق المؤشرات المتداولة قريبة جدا من صافي قيمة الأصول للأوراق المالية الأساسية الخاصة بها.^(٣)

١-٦-٤ فوائد آلية الإنشاء والاسترداد العينية :

وتعد آلية الإنشاء والاسترداد هي القوة الدافعة وراء العديد من المزايا المرتبطة بصناديق الاستثمار المتداولة، مما يساعد على إبقائها رخيصة وشفافة وفعالة من الناحية الضريبية لأن العمليات العينية تعتبر حدث غير خاضع للضريبة حيث تقوم APS بجميع عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن ETFs وتحمل تكاليف التداول والرسوم الأخرى المرتبطة بنشاط الإنشاء والاسترداد الذي من شأنه أن يؤثر على عوائد الصندوق، بالإضافة إلى إن قدرتها على إضافة أو طرح أسهم ETF من السوق لمطابقة الطلب

(١) Emma Boyde, How do ETFs work?, op.cit.

(٢) Mariana Filipe Alexandre, Tracking error of Exchange-Traded Index Funds and their determinants: Evidence from the U.S. op.cit, p١٧

(٣) Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), op.cit, p٥

يعزز الكفاءة، ويضمن تتبعًا أكثر إحكامًا للمؤشرات، ويضمن كذلك أن يتم تسعير صناديق المؤشرات المتداولة بشكل عادل وخاضع لحظيًا فقط لديناميات العرض والطلب.^(١)

كما تساعد صناع السوق على استيعاب صدمات السيولة التي قد تحدث في السوق الثانوية، إما عن طريق استرداد الأسهم المعلقة أو إنشاء أسهم جديدة مباشرة من الصندوق، وبالتالي تعتبر طريقة فعالة وعادلة بشكل غير عادي للصناديق للحصول على أوراق مالية جديدة.^(٢)

وتسمح آلية الإنشاء والاسترداد في هيكل ETF لعدد الأسهم القائمة في ETF بالتوسع أو التعاقد على أساس الطلب في كل يوم عمل، وتنتشر ETFs سلال الإنشاء والاسترداد ليوم التداول التالي. سلتا الإنشاء والاسترداد عبارة عن قوائم محددة من الأسماء وكميات الأوراق المالية والنقدية والأصول الأخرى، وغالبًا ما تتعقب السلال محفظة صناديق المؤشرات المتداولة إما من خلال شريحة تناسبية أو عينة تمثيلية وفي بعض الأحيان قد تقتصر السلال على مجموعة فرعية من محفظة ETF وتحتوي على مكون نقدي، على سبيل المثال تكوين سلال صناديق المؤشرات المتداولة للسندات قد تختلف من يوم لآخر مع مزيج من النقد واختيار السندات في السلال بناءً على السيولة في سوق السندات الأساسي.^(٣)

علاوة على ذلك توفر هذه الآلية فرصة لإمكانية حدوث مراجعة لأي اختلافات كبيرة بين ETF والأسهم المكونة للمؤشر الأساسي، فعندما ينخفض سعر الوثيقة السوقية عن صافي قيمة الأصول،

(١) Daniel Liberto, Redemption Mechanism, investopedia, June ٢٩, ٢٠٢٢, at <https://www.investopedia.com/terms/r/redemption-mechanism.asp>

(٢) Laurent Deville, Exchange Traded Funds: History, Trading and Research, op.cit, p١٢

(٣) Investment Company Institute, Investment Company Fact Book, ٢٠٢٢, p٧ & Mariana Filipe Alexandre, Tracking error of Exchange-Traded Index Funds and their determinants: Evidence from the U.S, op.cit, p١٧

يستطيع صانع السوق شراء وثائق ETF وأخذ مركز قصير في أسهم المؤشر الأساسي ثم يطلب من مدير الصندوق استرداد قيمة صناديق المؤشرات المتداولة لسلة الأسهم قبل إغلاق المركز القصير بربح، ويحدث العكس في حالة ارتفاع سعر الوثيقة عن صافي قيمة الأصول؛ وبالتالي يظل سعر تداول الوثيقة قريباً من صافي قيمة الأصول.^(١)

(١) Laurent Deville, Exchange Traded Funds: History, Trading and Research, op.cit, p١٣

المبحث الثاني

أنواع صناديق الاستثمار المتداولة

تهدف صناديق المؤشرات المتداولة إلى تكرار مؤشر أو معيار معين، وتتعدد هذه الصناديق تبعاً لنوع الأصل الذي تستند إليه المؤشرات الأساسية، فقد تستند هذه المؤشرات على أسهم أو سندات أو سلع أو مشتقات أو عملات وغيرها، ولكل نوع أهداف واستراتيجيات استثمارية محددة وهيكل تنظيمي معين.

١-٢ أنواع صناديق الاستثمار المتداولة :

تتوفر أنواع مختلفة من صناديق المؤشرات المتداولة للمستثمرين والتي يمكن استخدامها لتوليد الدخل والمضاربة وزيادة الأسعار والتحوط أو التعويض جزئياً عن المخاطر في محفظة المستثمر كالتالي.

١-١-٢ صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم :

تتعقب صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم مؤشرات الأسهم، وتغطي صناديق المؤشرات المتداولة الشركات الكبيرة أو الشركات الصغيرة أو الأسهم من بلد معين. وتتيح صناديق الأسهم المتداولة أيضاً استهداف القطاعات التي قد يكون أداءها جيداً في ذلك الوقت، مثل أسهم التكنولوجيا أو أسهم البنوك مما يجعلها خياراً شائعاً. مثال هذه الصناديق :

- Vanguard S&P ٥٠٠ ETF (VOO)
- SPDF S&P ٥٠٠ ETF (SPY)

٢-١-٢ صناديق المؤشرات المتداولة في السندات / الدخل الثابت:

تستثمر هذه الصناديق بشكل خاص في السندات أو غيرها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، قد تركز على نوع معين من السندات، أو تقدم محفظة متنوعة على نطاق واسع من السندات من أنواع مختلفة ويتوارخ استحقاق مختلفة.^(١)

تتمتع صناديق السندات المتداولة في البورصة بشكل عام بسيولة سوقية أكثر بكثير من السندات الفردية التي تفتقر للسيولة وشفافية الأسعار، وتقدم هذه الصناديق تنوعاً فورياً ومدة ثابتة مما يعني أن المستثمر يحتاج إلى إجراء صفقة واحدة فقط للحصول على محفظة دخل ثابت وتشغيلها،^(٢) حيث توفر صناديق المؤشرات المتداولة للسندات عائداً ثابتاً ومخاطر أقل من صناديق المؤشرات المتداولة في الأسهم.^(٣)

وتغطي صناديق السندات المتداولة في البورصة مؤشرات مماثلة وتستخدم استراتيجيات تحسين مماثلة ولها أداء مماثل، ويتوفر تكوين المحفظة الأساسية لصندوق المؤشرات للسندات يومياً عبر الإنترنت، بالإضافة إلى القدرة على تداول صناديق المؤشرات المتداولة في السندات على مدار اليوم، ويمكن للمتداولين النشطين الاستمتاع بالقدرة على استخدام خيارات الهامش والبيع على المكشوف والتداول على هذه الأوراق المالية.^(٤) ومثال هذه الصناديق: -

(١)BlackRock, Different Types of ETFs, at <https://www.blackrock.com/sg/en/etfs-simplified/types-of-etfs> on ٢٤-٧-٢٠٢٢

(٢)Emily Norris, "Bond ETFs: A Viable Alternative, June ٢٤, ٢٠١٨, Investopedia <https://www.investopedia.com/investing/bond-etfs-viable-alternative/>

(٣)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit.

(٤)Emily Norris, "Bond ETFs: A Viable Alternative, op.cit

iShares Core US Aggregate Bond ETF)

-(AAG

-Vanguard Total Bond Market ETF (BND)

٢-١-٣ صناديق المؤشرات المتداولة للسلع:

تستثمر صناديق المؤشرات المتداولة في السلع الأساسية بما في ذلك النفط الخام والذهب والفضة، وقد أصبحت واحدة من أكثر الوسائل شيوعاً للتعرض لأسعار السلع؛ فهي وسيلة أكثر فعالية من حيث التكلفة والوصول إلى فئات أصول مختلفة، كما أنها لا يتطلب الاستثمار في البنية التحتية اللازمة لشراء وتخزين السلعة المادية. علاوة على ذلك تتطلب صناديق المؤشرات المتداولة حدًا أدنى صغيرًا من النفقات وهي أكثر سيولة من أشكال الاستثمار الأخرى في السلع.^(١)

توفر صناديق المؤشرات المتداولة للسلع العديد من الفوائد منها تنويع المحفظة مما يسهل التحوط من فترات الانكماش، وانخفاض التكلفة لأن امتلاك أسهم في ETF للسلع أرخص من الحيازة المادية للسلعة؛ هذا لأن الأول لا ينطوي على تكاليف التأمين والتخزين.^(٢)

ويمكن تقسيم صناديق المؤشرات المتداولة للسلع المتداولة إلى ثلاثة أنواع :

أ- صناديق المؤشرات المتداولة التي تتعقب سلعة فردية مثل الذهب أو النفط .

ب- صناديق المؤشرات المتداولة التي تتبع سلة من السلع المختلفة،

ج- صناديق المؤشرات المتداولة التي تستثمر في مجموعة شركات تنتج سلعة ما.^(٣)

(١) Mitch Kosev and Thomas Williams, Exchange-traded Funds, op.cit, p٥٣

(٢) James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, investopedia, February ٢٦, ٢٠٢٢ at <https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>

(٣) Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), Investopedia, ٢٠١٠, p١٧

وتعد صناديق المؤشرات المتداولة بديل جذاب للأسهم لزيادة تنويع المحفظة والمخاطر، ومع ذلك يمكن أن تكون صناديق المؤشرات المتداولة للسلع أقل شفافية من صناديق المؤشرات المتداولة أو الأسهم. غالبًا لا يمتلكون الأصول الأساسية بشكل مباشر مثل الذهب، لكنهم يستخدمون المشتقات بدلاً من ذلك. تتبع المشتقات السعر الأساسي للسلعة ولكن يمكن أن تحمل المزيد من المخاطر مثل مخاطر الطرف المقابل من ETF التي تمتلك الأصل الأساسي مباشرة.^(١)

وتمتلك معظم هذه الصناديق السلع المادية، إذ تمتلك أسهم SPDR الذهبية (المدرجة في بورصة نيويورك تحت الرمز (NYSE Arca GLD) أكثر من ٤٠ مليون أوقية من الذهب في صندوق، وتمتلك iShares Silver Trust (NYSE Arca:SLV) ١٨٠٠ طن من الفضة، ومع ذلك فإن العديد من صناديق المؤشرات المتداولة مثل صندوق النفط الأمريكي United States Commodity Funds (NYSE Arca: USO) تمتلك فقط العقود الآجلة، وقد تنتج نتائج مختلفة تمامًا عن امتلاك السلعة المادية، وفي هذه الحالة تقوم بتدوير الأرصدة المستلمة من العقود للأمام من شهر لآخر، لكنه يعرض المستثمر للمخاطر التي تتطوي عليها أسعار مختلفة على طول المدى مثل التكلفة العالية للتداول.^(٢)

لذا فإذا كانت الفكرة هي الحصول على شريحة من المحفظة تعمل كنوع من بوليصة التأمين المصممة لتتصدى لأية أزمة وشيكة بشكل أفضل من الاستثمارات الأخرى، فإن الاستثمار المثالي هو الاستثمار الذي يبسر العوائد الإجمالية ولا يصنع أزمات، في هذه الحالة قد يكون الخيار الأفضل هو صناديق المؤشرات المتداولة الذهبية مثل SPDR أو iShares Comex Gold Trust ، فمثلا إذا كانت الشركة تكلف ٨٠٠ دولار لتعدين أونصة من الذهب وكان الذهب ١٠٠٠ دولار للأونصة، فإن ربح

(١)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit.

(٢)https://en.wikipedia.org/wiki/Exchange-traded_fund# on ١٨/٨/٢٠٢٢

الشركة هو ٢٠٠ دولار، وإذا ارتفع الذهب إلى ١١٠٠ دولار يصبح الربح ٣٠٠ دولار وهذا يمثل زيادة بنسبة ٥٠٪ في الأرباح من ارتفاع سعر الذهب بنسبة ١٠٪.^(١) مثال هذه الصناديق:

-SPDR Gold Trust (GLD)

- IShares Silver Trust (SLV)

٢-١-٤ صناديق المؤشرات المتداولة لل عملات :

هي أدوات استثمارية مجمعة تتعقب أداء أزواج العملات، والتي تتكون من العملات المحلية والأجنبية.^(٢) وتشتمل صناديق المؤشرات المتداولة بالعمل على الودائع النقدية / بالعملات والديون قصيرة الأجل بالعمل وعقود مشتقات الفوركس.^(٣) وتخدم صناديق ETFs الخاصة بالعملات أغراضًا متعددة، ويمكن استخدامها للمضاربة على أسعار العملات بناءً على التطورات السياسية والاقتصادية لبلد ما.^(٤) كما أنها تقدم للمستثمرين طريقة سلسة ورخيصة لتداول العملات خلال ساعات التداول العادية من خلال صناديق المؤشرات المتداولة بالعمل.

ويمكن للمستثمرين الوصول إلى التعرض المهيكل للاستثمار في سوق الصرف الأجنبي بواسطة محفظة عملات مُدارة، بالإضافة إلى القدرة على تخفيف المخاطر وتكاليف الاحتكاك في سوق

(١) Tom Lauricella, Gold Mutual Funds vs. Gold ETFs: It Depends on the Goal, The Wall Street Journal, November ٢, ٢٠٠٩ at <https://www.wsj.com/articles/SB1٠٠٠١٤٢٤٠٥٢٧٤٨٧٠٤١٠٧٢٠٤٥٧٤٤٧٣٦٦٢١٧٧٧٣٧٥٤٦>

(٢) James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, op.cit

(٣) Adam Hayes, Currency ETF, Investopedia, June ١٠, ٢٠٢٢. at <https://www.investopedia.com/terms/c/currency-etf.asp>

(٤) James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, op.cit

الفوركس،^(١) كما أنها تستخدم لتتبع المحفظة أو كتحوط ضد التقلبات في أسواق الفوركس من قبل المستوردين والمصدرين، ويستخدم بعضها أيضاً للتحوط من خطر التضخم.^(٢) مثال هذه الصناديق:

– Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund (UUP)

– Invesco CurrencyShares® Euro Currency Trust (FXE)

٢-١-٥ صناديق المؤشرات المتداولة المتخصصة:

هي صناديق خاصة مصممة للتداول قصير الأجل مع احتمالية مخاطر/عوائد أعلى مثل صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية وصناديق المؤشرات المتداولة المعكوسة،^(٣) وتتبع صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية والمعكوسة مجموعة من استراتيجيات الاستثمار من خلال استخدام المقايضات والعقود الآجلة والأدوات المشتقة الأخرى.^(٤)

تتحرك صناديق المؤشرات المتداولة المعكوسة في الاتجاه المعاكس للمؤشر القياسي، مما يسمح للمستثمرين بجني الأموال إذا انخفضت قيمة أحد الأصول على غرار المستثمرين الذين يبيعون الأسهم على المكشوف عندما ينخفض سعرها. أما صناديق المؤشرات ذات الرافعة المالية فأنها تقترض أموالاً لاستثمار أموال إضافية لتعظيم العوائد، وعادةً ما تكون ضعف أو ثلاثة أضعاف الاستثمار الأولي.^(٥)

(١) Adam Hayes, Currency ETF, op.cit

(٢) James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, op.cit

(٣) ETFs trading guide, <https://capital.com/trade-etfs> On ٥-٨-٢٠٢٢

(٤) SEC, Investor Alerts and Bulletins, Leveraged and Inverse ETFs: Specialized Products with Extra Risks for Buy-and-Hold Investors, Aug. ١, ٢٠٠٩ at <https://www.sec.gov/investor/pubs/leveragedetfs-alert.htm>

(٥) ETFs trading guide, at <https://capital.com/trade-etfs> On ٥-٨-٢٠٢٢

وقد تم إنشاء صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية لتقديم تعرض طويل أو قصير لمعايير مثل مؤشر S&P ٥٠٠ أو مؤشر ناسداك ١٠٠ ، بينما تم تصميم البعض الآخر للتحرك جنباً إلى جنب مع قطاعات معينة أو مجموعات صناعية.^(١)

وتعتبر الصناديق ذات الرافعة المالية (LETFs) من الوافدين الجدد نسبياً على عالم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، ويتتبع LETF قيمة مؤشر أو سلة من الأسهم أو ETF آخر مع الميزة الإضافية التي يستخدمها وهي الرافعة المالية. مثال صندوق LETF طويل الأجل (ProShares Ultra) الذي يقدم تعرضاً مزدوجاً لمؤشر Dow Jones في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يستثمر المدير دولارين في سلة من الأسهم تتبع المؤشر لكل دولار من صافي قيمة أصول UYG واقتراض دولار إضافي. وأما صندوق LETFs قصير الأجل مثل (SKF) ProShares ETF Financial ETF (UYG UltraShort Financial) الذي يقدم مضاعفاً سلبياً لعائد ETF الأساسي. في هذه الحالة فإن المدير يقوم ببيع سلة من الأسهم على المكشوف تتبع مؤشر Jones U.S. Dow Financials (أو ما يعادله من الأوراق المالية) لتحقيق تعرض قصير في المؤشر بقيمة دولارين لكل دولار من NAV . في كلتا الحالتين يتم إعادة موازنة مقتنيات الصندوق يوميًا.^(٢)

(١)Tristan Yates, Dissecting Leveraged ETF Returns, ٣١ December, ٢٠٢١, investopedia at <https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/>

(٢)Marco Avellaneda and Stanley Zhang, Path-Dependence of Leveraged ETF Returns, SIAM Journal of Financial Math, vol.١ July ٨, ٢٠١٠, pp٥٨٦

. وسوف تتعرف على صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية .

عادةً من خلال مقدار الرافعة المالية، على سبيل المثال سوف تقترض X٢ دولارًا إضافيًا لكل دولار واحد يتم استثماره في الصندوق. بالإضافة إلى تقديم عوائد عالية محتملة، ويمكن أن يمثل كلا النوعين من

صناديق المؤشرات المتداولة مخاطر عالية. (١)

. ويتم إعادة ضبط معظم صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية والمعكوسة يوميًا،

مما يعني أنها مصممة لتحقيق أهدافها المعلنة على أساس يومي، ويختلف أداؤها على مدى فترات زمنية

أطول- على مدار أسابيع أو شهور أو سنوات- بشكل كبير عن الأداء (أو معكوس الأداء) لمؤشرها

الأساسي خلال نفس الفترة الزمنية، ويمكن تضخيم هذا التأثير في الأسواق المتقلبة. (٢)

قد تكون صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية أو المعكوسة أكثر تكلفة من صناديق

المؤشرات المتداولة التقليدية، (٣) بالإضافة إلى أنها قد تكون أقل كفاءة من الناحية الضريبية من صناديق

المؤشرات المتداولة التقليدية، ويرجع ذلك جزئيًا إلى أن عمليات إعادة التعيين اليومية يمكن أن تتسبب في

تحقيق ETF مكاسب رأسمالية كبيرة على المدى القصير والتي قد لا يتم تعويضها بخسارة. (٤)

(١)BlackRock, Different Types of ETFs,op.cit.

(٢)SEC, Investor Alerts and Bulletins, Leveraged and Inverse ETFs: Specialized Products with Extra Risks for Buy-and-Hold Investors, op.cit.

Returns, SIAM Journal of Financial Math, vol.١ July ٨, ٢٠١٠, pp٥٨٦

(٣)Tristan Yates, Dissecting Leveraged ETF Returns, op.cit.

(٤)SEC, Investor Alerts and Bulletins, Leveraged and Inverse ETFs: Specialized Products with Extra Risks for Buy-and-Hold Investors, op.cit.

مثال الصناديق المعكوسة :

- ProShares Short QQQ ETF (PSQ)
- ProShares Short S&P ٥٠٠ (SH)

مثال الصناديق ذات الرافعة المالية :

- ProShares UltraShort QQQ ETF (QID)
- ProShares UltraShort S&P٥٠٠ ETF (SDS)

٢-١-٦ صناديق المؤشرات المتداولة في العوامل:

إن الاستثمار في العوامل هو نهج استثماري يتضمن استهداف محركات محددة للعائد عبر فئات الأصول، إذ يستخدم المستثمرون المؤسسيون والمديرون النشطون عوامل لإدارة المحافظ لعقود، والطريقة الشائعة للوصول إلى العوامل هي من خلال صناديق المؤشرات المتداولة المستندة إلى القواعد وتسمى غالباً "Smart Beta".^(١) فتنعقب صناديق Smart Beta مؤشراً مثل صندوق مُدار بشكل سلبي، ولكنها تستخدم خوارزميات تخصيص الأصول التكتيكية مثل الصندوق المُدار بشكل نشط. الهدف هو الانتقال إلى مناطق ذات أداء أفضل في المؤشر في الأوقات المناسبة مع تجنب الاستثمارات الضعيفة داخل

(١)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit.

المؤشر. على سبيل المثال قد يرجح صندوق Smart Beta بشكل تفضيلي الأوراق المالية في مؤشر

S&P ٥٠٠ بناءً على نسبة السعر إلى الأرباح بدلاً من القيمة السوقية.^(١)

٧-١-٢ صناديق المؤشرات المتداولة المدارة بنشاط :

تم إطلاق أولها في مارس ٢٠٠٨ في الولايات المتحدة ثم انتشرت بشكل ملحوظ في جميع أنحاء العالم في السنوات الأخيرة، وهي تهدد صناديق الاستثمار المشتركة؛ لأنها تدار بشكل نشط^(٢)، حيث يمارس فيها مدير المحفظة حرية التصرف بشأن ما يجب شراؤه أو بيعه خارج نطاق متابعة المؤشر، وهذه الصناديق المدارة بشكل نشط هي في الوقت الحاضر أقلية.^(٣) بالإضافة إلى أنها لا تحتاج إلى الإفصاح عن ممتلكاتها اليومية ولكن على أساس ربع سنوي مثل الصندوق المشترك.^(٤)

(١)Justin Kuepper, Active vs. Passive ETFs: What's the Best Bet? Aug ١٧, ٢٠١٥
<https://etfdb.com/news/٢٠١٥/٠٨/١٧/active-vs-passive-etfs-whats-the->

(٢)Elitsa Petrova, A brief over of the types of etfs, September ٢٠١٥, Annals of Spiru Haret University Economic Series ١٥(٣), pp٣٩-٤٥

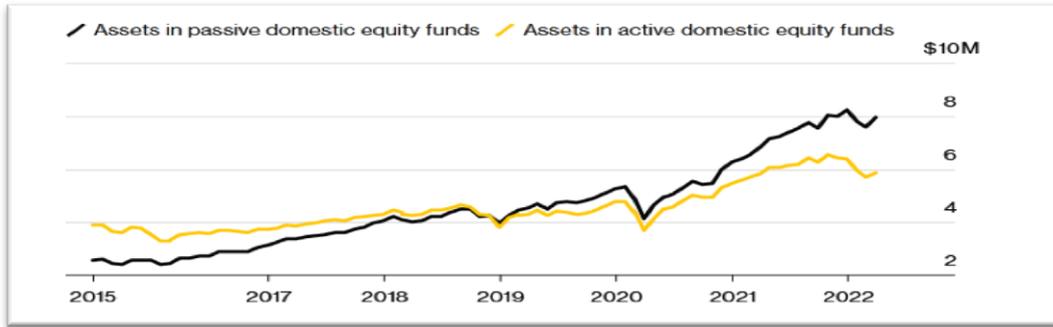
(٣)The Investment Association, ETFs: A beginner's Guide, November ٢٠١٨, London, p٧

(٤)Ben Hernandez, ٧ Types of ETF Structures, op.cit.

وهذه الصناديق لها فوائد على صناديق المؤشرات المتداولة السلبية ولكنها تميل إلى أن تكون أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمرين.^(١) ويفضل المستثمرين صناديق المؤشرات المتداولة ذات القيمة الكبيرة المدارة بنشاط، مع التمسك بصناديق المؤشرات المتداولة السلبية لفئات الأصول الأخرى وخاصة السندات.^(٢) وتتفوق صناديق المؤشرات المتداولة السلبية على الصناديق المدارة بنشاط كما يظهر من الشكل رقم (٣).

الشكل (٣)

صناديق المؤشرات المتداولة السلبية والصناديق المدارة بنشاط



Source: Bloomberg Intelligence

(١) James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, op.cit

(٢) Justin Kuepper, Active vs. Passive ETFs: What's the Best Bet? Op.cit.

٢-١-٨ صناديق المؤشرات المتداولة المستدامة:

يتزايد نطاق صناديق المؤشرات المتداولة المستدامة بسرعة، ويجمع الاستثمار المستدام بين نهج الاستثمار التقليدي والرؤى البيئية والاجتماعية والحوكمة، وينمو عبر مجموعة واسعة من المستثمرين، ويتأثر الطلب باتجاهات التحولات الديموغرافية والسياسات الحكومية والآراء المتطورة حول المخاطر.^(١)

وتركز صناديق المؤشرات المتداولة المستدامة على الاستثمار في الأسهم التي تظهر معايير بيئية واجتماعية وحوكمة عالية (ESG)، وتهدف صناديق المؤشرات المتداولة المستدامة إلى القضاء على التعرض لممارسات الأعمال المثيرة للجدل التي لا تتوافق مع قيم المستثمر.^(٢)

٢-٢ هياكل صناديق الاستثمار المتداولة:

يعتمد الهيكل القانوني لصناديق المؤشرات المتداولة بشكل أساسي على البورصة المدرجة فيها ، والقوانين ولوائح البورصة التي تختلف من بلد إلى آخر، الراعون الذين يريدون تضمين صناديق المؤشرات المتداولة الخاصة بهم أنظمة قانونية متعددة، وتأتي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في واحد من خمسة هياكل: الصناديق المفتوحة، الصناديق الموحدة (UITs) ، ائتمانات المانح ، شراكات محدودة (LPS) ، والأوراق النقدية المتداولة في البورصة (ETNs) كما يلي:

٢-٢-١ الصندوق المفتوح المتداول في البورصة: open-end funds

يتم تنظيم غالبية صناديق المؤشرات المتداولة كصناديق مفتوحة، وهي في الأساس شركات استثمار منظمة وتفي بمعايير معينة لخدمة الإيرادات الداخلية.^(٣)

(١)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit

(٢)ETFs trading guide, at <https://capital.com/trade-etfs> On ٥-٨-٢٠٢٢

(٣)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit

وتوفر هذه الأنواع من صناديق المؤشرات المتداولة عادةً للمستثمرين التعرض للأصول الأكثر شيوعاً وهي الأسهم والسندات، ومع ذلك فإن الصناديق المفتوحة لديها وصول محدود إلى فئات الأصول الأخرى مثل السلع؛^(١) لأن هذا الهيكل يشتمل على متطلبات تنوع محددة، فمثلاً لا يمكن استثمار أكثر من ٥٪ من المحفظة في الأوراق المالية لسهم واحد؛^(٢) لذا فإن التنوع محدود، إلا أنه يمكن إعادة استثمار الدخل المستلم من أرباح الأسهم والفوائد في ETF على الفور. ويوفر هذا الهيكل قدرًا أكبر من المرونة في إدارة المحفظة مقارنة بهيكل صندوق استثمار الوحدة، حيث لا يلزم تكرار مؤشر بشكل كامل؛ لذلك يستخدم عدد من صناديق المؤشرات المتداولة المفتوحة استراتيجيات التحسين أو أخذ العينات لتكرار مؤشر ومطابقة خصائصه بدلاً من امتلاك كل عنصر أمان في الفهرس. ويُسمح للصناديق المفتوحة بإعادة استثمار أرباح الأسهم في أوراق مالية إضافية حتى يتم إجراء التوزيعات على المساهمين، ويُسمح بإقراض الأوراق المالية ويمكن استخدام المشتقات في الصندوق.^(٣)

٢-٢-٢ الصندوق الموحد المتداول في البورصة: unit investment trusts (UIT)

وفقاً ل Investopedia، فإن هذا الصندوق عبارة عن شركة استثمار تقدم محفظة ثابتة بشكل عام من الأسهم والسندات كوحدات قابلة للاسترداد للمستثمرين لفترة زمنية محددة، وقد تم تنظيم بعض صناديق المؤشرات المتداولة على أنها صناديق استثمار موحدة مثل Power Shares QQQ Trust (QQQ B+)، S&P ٥٠٠ SPDR (SPY A).

(١)BlackRock, Different Types of ETFs, op.cit

(٢)Cathy Pareto, Mutual Fund vs. ETF: What's the Difference? Investopedia, August ٠٧, ٢٠٢٢

(٣)Aaron Levitt, The ٧ Different ETF Structures, op .cit.

وتختلف عن الصناديق التي تم تنظيمها كصناديق مفتوحة، ويرجع جزء كبير من هذا الاختلاف إلى حقيقة أن اتحادات التجارة الدولية ليس لها مجالس إدارة أو مستشارو استثمار؛ وبالتالي هي منخفضة التكاليف، كما إنها تمثل محافظ استثمارية ثابتة مما يجعلها مفيدة للشفافية. وعلى عكس الصناديق المفتوحة فإن قدرتها الاستثمارية محدودة؛ حيث لا تعيد UITS استثمار الأرباح ويتم احتجازها حتى يحين وقت الدفع للمساهمين في الصندوق.^(١)

يجب أن تحاول هذه الشركات تكرار مؤشراتنا المحددة بالكامل للحد من أخطاء التتبع والحد من الاستثمارات في إصدار واحد إلى ٢٥٪ أو أقل وتعيين حدود ترجيح إضافية للتنوع، ولا يسمح لها بالمشاركة في إقراض الأوراق المالية أو الاحتفاظ بالمشتقات.^(٢)

٢-٢-٣ الصندوق الائتماني المانح المتداول في البورصة: grantor trusts

عادةً ما يتم تنظيم صناديق المؤشرات المتداولة التي تمتلك أصولاً مادياً على هيئة صناديق ائتمانية للمانحين، وغالباً ما تكون هذه الأصول إما معادن ثمينة أو عملات، وقد تم تنظيم صندوق iShares Silver Trust (SLVB-) أو CurrencyShares Euro Trust (FXEA) كصناديق ائتمانية للمانحين، نظراً لأنهم يحتفظون بسبائك الفضة واليورو في قبو نيابة عن المستثمرين.^(٣)

هذا النوع من صناديق المؤشرات المتداولة يشبه إلى حد كبير الصناديق المغلقة،^(٤) لذلك تتدرج صناديق المانحين تحت المزيد من الإجراءات التنظيمية مقابل الصندوق المفتوح وتلتزم بتقديم إفصاحات

(١) Ben Hernandez, ٧ Types of ETF Structures, op .cit

(٢) Cathy Pareto, Mutual Fund vs. ETF: What's the Difference? Op.cit.

(٣) Aaron Levitt, The ٧ Different ETF Structures, op.cit.

(٤) Cathy Pareto, Mutual Fund vs. ETF: What's the Difference? Op.cit.

مالية إضافية،^(١) ويمتلك المستثمر أسهم الأصول الأساسية فيها ويتضمن ذلك امتلاك حقوق التصويت المرتبطة بكونه مساهمًا، ومع ذلك فإن تكوين الصندوق لا يتغير، ولا يتم إعادة استثمار أرباح الأسهم ولكن يتم دفعها مباشرة للمساهمين.^(٢)

٢-٢-٤ الأوراق النقدية المتداولة: exchange-traded notes (ETNs)

إن صناديق المؤشرات المتداولة المصممة على شكل ETNs تعتبر في الحقيقة سندات مقنعة، فهي عقود آجلة تعد بدفع للمستثمرين عائد مؤشر أو فئة أصول في تاريخ لاحق، تم إنشاؤها في الأصل كطريقة للوصول إلى فئات الأصول التي يصعب الوصول إليها كالعملات وأسهم الأسواق الناشئة.^(٣) وهى على هذا النحو لا تحتوي على مقتنيات من أي أصول فعلية؛ لذلك يتعرض الأفراد الذين يستثمرون فيها لمخاطر ائتمانية إضافية نظرًا لأنهم أصبحوا في الأساس دائنين غير مضمونين لتلك الأوراق النقدية ETNs.

٢-٢-٥ الشراكات المحدودة: limited partnerships (LPs)

صناديق المؤشرات المتداولة التي يتم تنظيمها كشراكات محدودة هي كيانات تجارية عابرة تتجنب الازدواج الضريبي على مستوى كل من الصندوق والمستثمر، وتركز بشكل عام على السلع، لكن بدلاً من الاحتفاظ بالذهب فعليًا كالصناديق الائتمانية المانحة فإنهم يستخدمون العقود الآجلة أو المشتقات الأخرى

(١) Ben Hernandez, ٧ Types of ETF Structures, op.cit.

(٢) Cathy Pareto, Mutual Fund vs. ETF: What's the Difference? Op.cit.

(٣) Aaron Levitt, The ٧ Different ETF Structures, op.cit

للفاء بتفويضاتهم^(١) وتتسم الشراكات بالمرونة من حيث أنواع الاستثمارات التي يمكن القيام بها على عكس صناديق المانحين يمكنها الاستثمار في أنواع أخرى من السلع مثل النفط أو الغاز الطبيعي^(٢).

(١) Aaron Levitt, The v Different ETF Structures, op.cit.

(٢) Ben Hernandez, v Types of ETF Structures, op.cit.

المبحث الثالث

مزايا ومخاطر صناديق المؤشرات المتداولة

تزداد شعبية الصناديق المتداولة في جميع دول العالم لأنها تتمتع بالعديد من المزايا منها تنوع الاستثمارات والشفافية وانخفاض التكاليف والسيولة العالية والمرونة والكفاءة الضريبية، ولكن هناك أيضا بعض السلبيات والمخاطر التي يجب وضعها في الاعتبار - مثل مخاطر الطرف المقابل ومخاطر السيولة وأخطاء التتبع- والعمل على تجنبها.

٣-١ مزايا الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة:

إن الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة يوفر عدة مزايا أهمها :

٣-١-١ الشفافية :

تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بإمكانية التعرف بسهولة على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الاستثمار وكذا متابعة أسعارها وتداولها لحظيا في أي وقت خلال جلسة التداول اليومية للبورصة، دون الحاجة لانتظار حساب صافي قيمة الوحدة في نهاية كل يوم أو كل أسبوع، حيث يتم حسابها على أساس معامل ارتباطها بالمؤشر ويتم نشرها كل ساعة أو نصف ساعة خلال جلسة التداول، وتنتشر على شاشات التداول، ويلتزم مصدري هذه الصناديق بنشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها. (١)

وتوفر غالبية صناديق المؤشرات المتداولة على مستوى العالم شفافية يومية سواء لمقتنيات المحفظة أو ملفات تكوين المحفظة (PCFs) و/أو تكوين سلال الإنشاء / الاسترداد الخاصة بهم، حيث تكشف معظم

(١) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية،

صناديق المؤشرات المتداولة عن محافظها الاستثمارية الكاملة على مواقع الويب العامة والمجانبة كل يوم.

بالإضافة إلى أنه يتم تسعيرها بشكل مستمر طوال يوم التداول وبالتالي تتمتع بشفافية في الأسعار. (١)

وتفيد الشفافية في إن توفير معلومات المحفظة (لا سيما الشفافية اليومية الكاملة للمحفظة) يرتبط عمومًا

بتسهيل آلية موازنة فعالة، مما يؤدي إلى أقساط / خصومات أضيق وفروق أكثر إحكاما وسيولة أفضل

في ETF، وبشكل عام يدرك مراقبي السوق أن الإفصاح اليومي العام عن المحفظة يساعد في تسهيل

المراجعة القوية ويجعل نفس المعلومات متاحة لجميع المستثمرين والمشاركين في السوق. وعلى وجه

الخصوص تزود شفافية المحفظة اليومية المشاركون المعتمدون والمشاركين الآخرين في السوق بأداة

لتسهيل تقييم محفظة ETF على أساس يومي، والتي بدورها تمكنهم من تحديد فرص المراجعة والتحوط

الفعال لمراكزهم. (٢)

كل هذا جعل صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) شائعة بشكل كبير للاستثمار "السلبى"، إلا أن لجنة

الأوراق المالية والبورصات (SEC) سمحت لبعض صناديق المؤشرات المتداولة المدارة بشكل فعال بأن

تكون غير شفافة، حيث تسمح صناديق المؤشرات المتداولة الجديدة غير الشفافة للمديرين النشطين بإخفاء

استراتيجياتهم وعدم الإفصاح بالضبط عما يمتلكونه مع الحفاظ على سعر الصندوق سائلاً بما يكفي

بحيث يمكن تداوله على مدار اليوم. (٣)

(١)IOSCO, Exchange Traded Funds Good Practices for Consideration, op.cit, p٩

(٢)IOSCO, Exchange Traded Funds Good Practices for Consideration,op.cit, p٢٧

(٣)Andrea Riquier, What is a 'non-transparent' ETF, and why would anyone want to own one? January ٣١, ٢٠٢٠, Market Watch at <https://www.marketwatch.com>

٣-١-٢ تنوع المحفظة:

تتسم صناديق المؤشرات المتداولة بشكل عام بتنوع الأصول المستثمر فيها حيث يستطيع المستثمرين الاستثمار السهل والفوري لسلة من الأوراق المالية خلال صفقة واحدة، ويمكن أن تستوعب أيضا مجموعة واسعة من فئات الأصول بما في ذلك الأسهم والسندات والسلع والعملات وغير ذلك.

تاريخياً كانت صناديق المؤشرات المتداولة تتعقب المؤشرات الرئيسية بتكرار مكونات الأوراق المالية لمؤشرات سوق الأسهم المحلية واسعة النطاق التي تعتمد بشكل أساسي على رأس المال السوقي. في الوقت الحاضر أصبحت تعتمد على عوامل فردية أو متعددة (مؤشرات سمارت بينا) لتوفير المزيد من الخيارات، وهناك التي تتبع مؤشرات أكثر تخصصاً بما في ذلك مؤشرات الأسهم الدولية أو مؤشرات الدخل الثابت أو المؤشرات التي تركز على قطاعات صناعية معينة، بينما يسعى البعض الآخر إلى توفير مستوى من التعرض للرافعة المالية أو الانكشاف العكسي لمؤشر خلال فترة زمنية محددة مسبقاً (صناديق المؤشرات المتداولة ذات الرافعة المالية والعكسية).^(١)

ويسهم تنوع أصول صناديق المؤشر المتداولة في خفض التكلفة على المستثمرين من خلال الاستثمار في مجموعة من الشركات المتميزة بسعر وحدة استثمارية واحدة لا يحتاج إلى مبلغ كبير من رأس المال،^(٢) حيث تتيح لهم صناديق المؤشرات الفرصة للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، وهو ما يعطي المستثمرين الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة، دون الحاجة لعمل دراسات خاصة بالتنوع، إذ أن هناك العديد من المؤسسات التي تتولى إعداد العديد من الدراسات قبل

(١) The Investment Association, ETFs: A beginner's Guide, op.cit, p٨ & IOSCO, Exchange Traded Funds Good Practices for Consideration, op.citp٩

(٢) غرفة الشرقية، مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، المملكة العربية السعودية، ص ١٠

إصدار تلك المؤشرات، وبالتالي فإن التنوع يعتمد على دراسات يتم إعدادها من قبل مؤسسات محترفة مما يقلل من مخاطر الاستثمار فيها؛ وصناديق ETF تشبه في هذه الميزة صناديق الاستثمار الأخرى ولكنها بهذه الميزة تتفوق على المتاجرة بالأسهم مباشرة.^(١)

٣-١-٣ التكلفة المنخفضة :

يتميز الاستثمار بشكل أساسي في الصناديق المتداولة بقلّة التكاليف المترتبة على هذا الإستثمار في هذه الصناديق حيث تتمثل هذه التكاليف فقط في عمولة الشراء أو البيع، كما أن مصاريف إدارتها قليلة جدا ويلتزم المصدر لهذه الصناديق بالمصاريف المفصّل عنها في نشرة الإصدار.^(٢)

ويعتبر تشغيل صندوق المؤشر أسهل بكثير؛ لأنه لا يتطلب اختيار الأمان، ويمكن القيام به إلى حد كبير عن طريق الكمبيوتر. وعلى عكس الصناديق المشتركة لا يتعين على صناديق المؤشرات المتداولة شراء وبيع الأوراق المالية لاستيعاب مشتريات المساهمين وعمليات الاسترداد ، وبالتالي لا يتعين على ETF الاحتفاظ باحتياطي نقدي لعمليات الاسترداد وتوفير نفقات الوساطة.^(٣)

ولا تفرض معظم صناديق المؤشرات المتداولة أية رسوم عكس الصناديق المشتركة التي تفرض رسوماً على كل ما يجري داخل الصندوق مثل رسوم المعاملات ورسوم التوزيع وتكاليف وكيل التحويل، وتتراوح هذه الرسوم بين ١% و ٥% بينما لا تتجاوز كل الرسوم في صناديق المؤشرات المتداولة أكثر من ١%؛ لأن الرسوم الكبيرة واحدة من أكبر مدمرات الثروة عند المستثمرين أما الرسوم الصغيرة فتضيف إلى

(١) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٩

(٢) غرفة الشارقة، مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة ص ١٠

(٣) WisdomTree Investments, How ETFs Work. on ١٣-٨-٢٠٢٢،

At <https://www.wisdomtree.com/investments/etf-education/how-etfs-work>

معدلات الادخار بمرور الوقت.^(١) وتتجنب معظم صناديق المؤشرات المتداولة دفع عمولات مقدمة أو

لاحقة لمستشاري الاستثمار، ويمكن أن تصل رسوم الإدارة إلى ٠.٠٠٩٪ سنويًا.^(٢)

وتبلغ نسبة نفقات أكبر وأشهر صناديق المؤشرات المتداولة لمؤشر Vanguard's S&P ٥٠٠

ETF (VOO) ٠.٠٠٣٪، وهناك بعض الصناديق ليس لديها نفقات مطلقا حيث تبلغ نسبة النفقات

٠.٠٠٠٪ مثل SoFi Select ٥٠٠ ETF (SFY).^(٣)

ويرجع تمتع صناديق المؤشرات بانخفاض التكاليف عن باقي صناديق الاستثمار لسببين رئيسيين هما: (٤)

أولا : انخفاض تكاليف الإدارة: تتميز بأقل تكلفة للإدارة، ذلك لأن صناديق المؤشرات لا تضطر إلى

توظيف فرق مدفوعة الأجر لتحليل الأوراق المالية واختيارها، وبالتالي فإن مصاريف إدارة هذه الصناديق

قليلة جدا ويلتزم المصدر لهذه الصناديق بالمصاريف المفصّل عنها في نشرة الإصدار.

ثانيا : انخفاض تكاليف المعاملات : تستخدم صناديق المؤشرات نهج الشراء والاحتفاظ، مما يعني أن

مديري صناديق المؤشرات يتداولون بشكل عام في الأوراق المالية بمعدل أقل من مديري الصناديق

النشطين، ويقال التداول الأقل من عمولات السمسرة والمصروفات الأخرى المرتبطة بتداول الأوراق المالية.

بالإضافة إلى أن المستثمر في صناديق المؤشرات المتداولة يمكنه أن يشتري ويبيع وحدات

ETF من السوق مباشرة. وتتمثل إحدى الفوائد الرئيسية لانخفاض تكلفة صناديق المؤشرات المتداولة في

(١)Lawrence Carrel, ETFs for the Long Run: What They Are, How They Work, and Simple Strategies for Successful Long-Term Investing, op.cit, p٥

(٢)Mark Story, How to tap in to the tax efficiency of ETFs, ٠٩ Jun ٢٠٢٢, Market Index.
<https://www.marketindex.com.au/news/how-to-tap-into-the-tax->

(٣)<https://etfdb.com/compare/market-cap/٤->

(٤)<https://www.vanguard.ca/en/advisor/advisor-support/featured-group/management/potential-benefits-of-indexing>, on ١٧/٩/٢٠٢٢

أنها من أهم مؤشرات العوائد المحتملة للمستثمرين، وقد أظهرت الدراسات أنه كلما زادت تكلفة الصندوق، زادت الفجوة فجوة أكبر بين العائد المرجح للصندوق والعائد الفعلي الذي يراه المستثمرون عندما يتم أخذ توقيت الاستثمار في الاعتبار. (١)

٣-١-٤ السيولة المرتفعة:

تشير السيولة إلى القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى نقد بسهولة، بحيث يكون المستثمر قادر على بيع الأوراق المالية ذات السيولة العالية بسرعة وبأقل تأثير ممكن على أسعارها. تعد السيولة المرتفعة إحدى المميزات الرئيسية لصناديق المؤشرات، والتي تتعلق بالقدرة على تكرار سلال الأصول الأقل سيولة في شكل أكثر سيولة قابلة للتداول، وتعمل السيولة الأعلى لأسهم ETF مقابل السيولة الأقل للأصول الأساسية على جذب المستثمرين الذين لن يكونوا مستعدين للتعرض للأصول الأساسية غير السائلة، كما تتيح السيولة الخاصة بصناديق المؤشرات المتداولة للمستثمرين اتباع استراتيجيات مختلفة للحصول على عوائد وإدارة المخاطر والوصول إلى فئات أصول جديدة. (٢)

ويتم تداول معظم أسهم ETF في البورصات الوطنية، مما يخلق مصدرًا مرئيًا للسيولة من خلال أنشطة التداول العامة، وتتأثر سيولة ETF بشكل كبير بالعرض والطلب للمشاركين في السوق الثانوية العامة، ويختلف هذا كثيرًا عن الصناديق المشتركة المفتوحة التي تستمد السيولة من مزودي الصناديق فقط، كما أنه يتم تداول معظم أسهم ETF عدة مرات في السوق الثانوية أكثر من تداولها من خلال عملية إنشاء/استرداد السوق الأولية.

(١) Morningstar, Mind the Gap, December ١٢, ٢٠١٩

at <https://www.morningstar.com/lp/mind-the-gap>

(٢) Markus S. Broman, Liquidity, style investing, and excess comovement of Exchange-Traded Fund returns, Journal of Financial Markets, September ٢٠١٦, Vol. ٣٠, pp. ٢٧-٥٣

ويعتبر الكثيرون أن سيولة السوق الثانوية هي مادة إضافية، مما يعني أن سيولة صناديق المؤشرات المتداولة في مستوى أقل أهمية من أصولها الأساسية وذلك لأن التداول في السوق الثانوية لا يتطلب معاملات الأوراق المالية الأساسية.^(١) وعلى الرغم من أن سيولة ETFs وسيولة الأصول الأساسية مترابطتان ومتلازمان إلا أن هناك عوامل أخرى مثل المنافسة بين صناع السوق وتجزئة السوق تؤثر على سيولة ETFs^(٢) بالإضافة إلى سيولة السوق الأولية والثانوية، يقوم كبار الوسطاء والتجار الذين يعملون كصناع سوق بتجميع مخزونهم الخاص من أسهم ETF من خلال اتصالات مباشرة مع المشاركين المعتمدين للحصول على عروض الأسعار بدلاً من المرور عبر البورصات وهذا ما يسمى "بالسيولة غير المعروضة"، مما يعني أن معلومات المعاملة ليست جزءاً من السجلات العامة التي يسهل الوصول إليها، بمعنى آخر هناك العديد من عروض الأسعار التي يمكن للمستثمر أن يتعامل بها بالنسبة لمعظم صناديق المؤشرات المتداولة سينشر صانعو السوق عروض أسعار تتجاوز أفضل عروض الأسعار الوطنية، تسمح عملية صنع السوق هذه بتنفيذ صفقات أكبر بسلاسة أكبر.^(٣)

والجدير بالملاحظة أنه كلما زاد عدد الأصول المتدفقة إلى صناديق المؤشرات المتداولة كلما زادت السيولة داخل السوق. وتقدم صناديق المؤشرات المتداولة ثلاثة مستويات من السيولة :

(١) Investment Company Institute, Frequently Asked Questions about Mutual Fund Liquidity, Feb. ٢٢, ٢٠١٨, at https://www.ici.org/faqs/faq/mfs/faqs_mf_liquidity

(٢) Laurent Deville et al, Liquidity in European equity ETFs: What really matters? Bankers Markets & Investors: an academic & professional review ٢٠١٣pp ٦٠-٧٣

(٣) Eva Su, Exchange-Traded Funds (ETFs): Issues for Congress, Congressional Research Service, R٤٥٣١٨ Version ٤, September ٢٤, ٢٠١٨, pp٥, ٦

الأول: السيولة التقليدية مقياس بحجم تداول السوق الثانوي، وهو المصدر الأكثر وضوحا لسيولة ETF ولكنه قد يعكس جزءا صغيرا فقط من السيولة. قد تُظهر صناديق المؤشرات المتداولة ذات أحجام المعاملات المرتفعة في بعض الأحيان سيولة سوق ثانوية أكبر من حيازاتها الأساسية.

الثاني: السيولة التي يتم قياسها من خلال الصفقات الجماعية التي يتم التفاوض عليها من قبل صانعي السوق والمشاركون المعتمدون في السوق الثانوية التي لا تمر عبر البورصة على الشاشة. ويقوم المشاركون المعتمدون بنشر أسعار العرض والعرض في البورصة، مما يعزز السيولة بشكل أكبر؛ نظرا لأن المشاركون المعتمدون لا تعرض عادة سوى جزء صغير من الحجم الذي يرغبون في تداوله ، فإن سيولة ETF في السوق الثانوية غالبا ما تكون أعمق بكثير مما تبدو عليه في البداية.

الثالث: هناك السيولة التي يوفرها إنشاء الوحدة بناء على الأوراق المالية الأساسية من خلال آلية الإنشاء/الاسترداد، هذا هو ما يسمى سيولة المؤشر التي تساوي سيولة مكونات المؤشر، وهو أكبر مصدر للسيولة، ويمكن للمشاركون المعتمدون تعويض الزيادة في الطلب عن طريق إنشاء المزيد من الوحدات أو تعويض انخفاض الطلب عن طريق استرداد الوحدات. طالما أن هناك سيولة كافية على المكونات الأساسية لـ ETF يمكن إنشاء أسهم ETF جديدة من خلال آلية الإنشاء/الاسترداد.^(١)

وعلى الرغم من أن السيولة مفيدة للمستثمرين على المدى الطويل والقصير، إلا أن مستثمرو المدى القصير يستفيدون منها أكثر من غيرهم؛ لأن صناديق المؤشرات المتداولة ذات السيولة العالية بالنسبة إلى الأوراق المالية الأساسية لديها تدفقات أعلى للأموال قصيرة الأجل وتدفقات مؤسسية أكبر للمستثمرين على المدى القصير.^(٢)

(١) The Investment Association, ETFs: A beginner's Guide, op.cit, p٩

(٢) Markus S. Broman, Liquidity, style investing, and excess comovement of Exchange-Traded Fund returns, op.cit, pp. ٢٧-٥٣

٣-١-٥ المرونة:

توفر صناديق المؤشرات المتداولة مستوى مميزا من المرونة وسهولة التعامل معها، إذ يستطيع المستثمر شراء أو بيع أسهم ETF في أي وقت خلال ساعات التداول وبنفس طريقة تداول الأسهم على عكس الصناديق المشتركة التي تقوم بالتداول مرة واحدة في اليوم، كما أنه لا يوجد حد أدنى للاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة.^(١) علاوة على ذلك يكون المستثمر عادة قادرا على التداول بصورة مباشرة في السوق مع المشترين والبائعين الراغبين في أي وقت من أوقات التداول بعكس صناديق الاستثمار التقليدية التي يتطلب الاستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة.

كما إن صناديق المؤشرات المتداولة نفسها لا تتطلب إخطارا بالاستثمارات الكبيرة أو عمليات السحب أو الاحتفاظ بالتزامات الفترة أو الحد الأدنى من الرسوم، وبالتالي تقليل التكاليف الاقتصادية الأخرى التي قد تقلل من قيمة عقد المستثمر، أيضا توفر خيارات استثمار إضافية للمستثمرين الذين يديرون استثماراتهم دائما من خلال التداول في السوق الثانوية وليس عن طريق الاسترداد بالصندوق.^(٢)

٣-١-٦ الكفاءة الضريبية :

تعني الكفاءة الضريبية عواقب ضريبية أفضل للمستثمرين وتنتج من جهود المستثمرين نحو تقليل مدفوعات الضرائب غير المرغوب فيها، ويتم فرض ضريبة على أرباح صناديق المؤشرات المتداولة

(١) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية مرجع سابق ص ٩

(٢) The Investment Association, ETFs: A beginner's Guide, op.cit, p٨

الناتجة عن معاملات السوق بناءً على مقدار الوقت المحتفظ به بأسعار متفاوتة على المدى القصير والطويل، وتخضع توزيعات أرباح رأس المال للضريبة بمعدل مكاسب رأس المال على المدى الطويل.^(١)

وتحدث ضرائب أرباح رأس المال بطريقتين: **الطريقة الأولى** هي على المستوى الفردي، عندما يبيع

المستثمر ETF بمكاسب في حساب خاضع للضريبة. على سبيل المثال ، إذا اشترى مستثمر ETF

مقابل ٢٥ دولارًا وباعها لاحقًا مقابل ٤٠ دولارًا ، فسيتعين عليه دفع ضريبة أرباح رأس المال، **والطريقة**

الثانية التي يتم بها فرض الضرائب على صناديق المؤشرات المتداولة هي على مستوى حيازات الصناديق

عندما يتم بيع ملكية صندوق لتحقيق مكاسب محققة، فإذا حقق الصندوق مكاسب صافية في نهاية كل

عام يجب توزيع هذا المبلغ على مساهمي الصندوق الذين يتعين عليهم بعد ذلك دفع الضرائب.^(٢)

وبشكل عام يفضل المستثمرون الصناديق التي لا توزع أي مكاسب رأسمالية أو القليل منها

لتأجيل أي مدفوعات ضريبية. فلماذا تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة ذات كفاءة ضريبية كبيرة ؟

تتبع الكفاءة الضريبية لصناديق المؤشرات المتداولة من أربعة عوامل رئيسية:

- البنية التحتية التشغيلية

- إدارة المحافظ وولاية الاستثمار

- ظروف السوق العامة

(١) J.B. Maverick, Tax Efficiency Differences: ETFs vs. Mutual Funds, investopedia, January ١٢, ٢٠٢١ <https://www.investopedia.com/articles/investing/٠٩٠٢١٥/comparing-etfs-vs-mutual-funds-tax-efficiency.asp>

(٢) Paige Corbin, What Makes ETFs Tax Efficient? April ٢٧, ٢٠١٧, at <https://www.barrons.com/articles/sponsored/what-makes-etfs-tax-efficient-١٤٩٣٢٢٣٥٢٦>

- سلوك المستثمر. (١)

أ - البنية التحتية التشغيلية:

وتشمل البنية التحتية التشغيلية عنصرين رئيسيين هما:

الأول: طريقة التداول في السوق الثانوية:

على عكس الصناديق المشتركة تتداول صناديق المؤشرات المتداولة في سوق ثانوية (بورصات الأوراق المالية)، تؤثر ١٠٪ فقط من التداولات على المحفظة الأساسية (السوق الأولية) بين المشاركين في السوق مثل المستثمرين والتجار؛ في الصناديق المشتركة المفتوحة تتم جميع الأنشطة في السوق الأولية وتؤثر على المحفظة الأساسية، هذا الاختلاف الهيكلي يقلل بشكل كبير من حجم تدفق رأس المال داخل وخارج ETF على مستوى الصندوق ويمكن أن يقلل من إمكانية دفع الصندوق لمكاسب رأس المال. وتعتبر صناديق المؤشرات المتداولة أكثر كفاءة من الناحية الضريبية من أدوات الاستثمار الشائعة الأخرى بما في ذلك الصناديق المشتركة والأسهم، نظرًا لأن لديها معدل دوران ضئيل للغاية، وبالتالي فهي تجمع مكاسب رأسمالية أقل بكثير من الصناديق المشتركة التي تتم إدارتها بشكل نشط. (٢)

ويفسر معدل الدوران المنخفض جزئيًا الكفاءة الضريبية لصناديق الاستثمار المتداولة؛ إذ أنه اعتبارًا من نهاية نوفمبر ٢٠٢١، تم استثمار ٨٢٪ من أصول ETF في صناديق مدعومة بمؤشرات مرجحة للقيمة السوقية، وكان معدل دوران هذه الصناديق أقل بشكل ملحوظ من أي مجموعة أخرى - باستثناء صناديق المؤشرات المشتركة المرتبطة بمعايير مماثلة، إذ يعتبر معدل الدوران المنخفض لصناديق المؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية أمرًا طبيعيًا حيث تحدد أسعار السوق أوزان ممتلكاتها.

(١) Deanna Flores and Jay Freedman, etf tax efficiency fact or fiction, KPMG, ٢٠١٦, p٢

(٢) Why Are ETFs So Tax Efficient? <https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/why-are-etfs-so-tax-efficient?> No paging=١ on ٢٤-١٠-٢٠٢٢

وكانت التداولات مدفوعة بتغييرات المؤشر والتي تميل إلى أن تنتج عن إجراءات الشركات (مثل عمليات الدمج والاستحواذ) أو الحركات عبر السوق المستهدفة أو التغييرات في تصنيف النمط. في النهاية ينتج عن قلة عمليات البيع والشراء عدد أقل من الأحداث الخاضعة للضريبة.^(١)

وهذا الهيكل الفريد من صناديق المؤشرات المتداولة هو الذي يمنح المستثمرين المتمرسين بالضرائب فرصة لتقليل توزيعات أرباح رأس المال ويسمح باستثمار المزيد من الأصول وبالتالي زيادة إمكانات نمو الاستثمار.^(٢)

الثاني: عينية الانشاء والاسترداد:

والسبب الرئيسي للكفاءة الضريبية لصناديق المؤشرات المتداولة هيكلية ينبع من آلية الإنشاء والاسترداد العينية التي يتم من خلالها إدخال أسهم ETF إلى السوق وإستردادها من السوق،^(٣) وتسمح عملية الاسترداد العينية بعدد أقل من الأحداث الخاضعة للضريبة حيث تشير عمليات الاسترداد العينية إلى حقيقة أن صناديق المؤشرات المتداولة تطلب من المشاركين المصرح لهم بتبادل أسهم ETF مقابل سلة من الأوراق المالية بدلاً من النقد لتلبية عمليات الاسترداد،^(٤) وهذا يعني عدم وجود مكاسب رأسمالية، ويمكنه عزل المساهمين في الصندوق عن مكاسب رأس المال الناشئة عن إجراءات البيع والشراء للمساهمين الآخرين وعلى هذا النحو لا يعتبر التحويل العيني حدثاً خاضعاً للضريبة.^(٥)

(١) Ben Johnson, ETFs Have a Tax Advantage Over Mutual Funds, CFA, Feb ٨, ٢٠٢٢

<https://www.morningstar.com/articles/١٠٧٧١٠٦/etfs-have-a-tax->

(٢) Mark Story, How to tap into the tax efficiency of ETFs? Op.cit.

(٣) Ben Johnson, ETFs Have a Tax Advantage over Mutual Funds, op.cit

(٤) Paige Corbin, What Makes ETFs Tax Efficient?" op.cit.

(٥) Goldman Sachs, ETF Tax Efficiency ١٠١, Asset Management, ٢٠٢٠, p ٢

ويمكن لمصدر ETF حتى اختيار الأسهم التي سيتم منحها لـ AP - مما يعني أن المصدر يمكنه تسليم الأسهم بأقل أساس ضريبي ممكن؛ وينتج عن ذلك ابقاء جهة إصدار ETF مع الأسهم المشتراة فقط بسعر السوق الحالي أو حتى أعلى منه، مما يقلل العبء الضريبي للصندوق ويؤدي في النهاية إلى عوائد أعلى بعد خصم الضرائب للمستثمرين.^(١)

وأخيراً تعمل آلية الإنشاء والاسترداد العيني على إخراج العديد من التكاليف المرتبطة بالتدفقات الداخلية والخارجية المنتظمة، فضلاً عن تلك الناتجة عن معدل الدوران الطبيعي، هذه التكاليف يتحملها هؤلاء المستثمرون بالبيع والشراء.^(٢) وتضيف الكفاءة الضريبية عائداً إضافياً إلى محافظ المستثمرين بمرور الوقت لأن دفع الضرائب في وقت مبكر يجعل المستثمر يخسر إعادة استثمار مدفوعات الضرائب الخاصة به، وتتسارع كفاءة تأجيل مدفوعات الضرائب مع زيادة فترة الحجز.^(٣)

ب- إدارة المحافظ وولاية الاستثمار:

إن معظم فعالية ضرائب صناديق المؤشرات المتداولة ترجع إلى دور صانعي السوق، فعندما يجد صانع السوق - وهو الدور الذي تقوم به عادة شركة تجارية محترفة - أن هناك فائضاً في المخزون أكثر مما يحتاج، فإنه ببساطة يستبدل الفائض من خلال سحب المكاسب الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم من المحفظة، وهذا يحمي المستثمرين العاديين بشكل فعال من الالتزامات الضريبية المرتبطة، وبالتالي لا

(١) Why Are ETFs So Tax Efficient? <https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/why-are-etfs-so-tax-efficient?nopaging=1>

(٢) Ben Johnson, ETFs Have a Tax Advantage over Mutual Funds, op.cit.

(٣) Goldman Sachs, ETF Tax Efficiency ١٠١, op.cit, p ٢

يكون لقرار أحد مستثمري ETF أي تأثير تبعي على المستثمرين الآخرين (ETF) ويتم الاحتفاظ بتوزيعات أرباح رأس المال منخفضة.^(١)

كما يجوز لمدير محفظة صناديق المؤشرات المتداولة أو صندوق الاستثمار المشترك اتخاذ خيارات استثمارية أكثر أو أقل كفاءة من الناحية الضريبية، على سبيل المثال بناء على تفويض الصندوق وظروف السوق وعوامل أخرى، يجوز لمدير المحفظة :

- أن يقرر "جني الخسائر" عن طريق بيع الأوراق المالية الأساسية أو المؤشرات كان أداؤها ضعيفاً من أجل تعويض أو تقليل المكاسب المحققة في الصندوق.

- أن يبيع الأوراق المالية ذات التكلفة الأعلى فقط لتقليل المكاسب الناتجة.

- تقليل الاستثمارات في الأوراق المالية (مثل المشتقات أو الأوراق المالية غير السائلة) التي لا يمكن استردادها على أساس عيني.

- استخدام النقد في الصندوق أو المستلم من المستثمرين الجدد وإعادة الاستثمار لتلبية طلبات الاسترداد.

- إدارة بيع الأوراق المالية الأساسية ومراعاة فترات الاحتفاظ لتعظيم مكاسب رأس المال طويلة الأجل.^(٢)

ج- ظروف السوق العامة:

يمكن أن يؤثر ما يحدث في الأسواق أيضاً على قدرة مديري المحافظ على تحقيق الكفاءة الضريبية مع صناديق الاستثمار المتداولة. على سبيل المثال، عندما تكون الأسواق كذلك ثابتة بشكل عام ولكن هناك تقلبات كبيرة - أي أن الأسواق ترتفع وتخفض مئات النقاط على أساس يومي، ولكن

(١)Mark Story, How to tap into the tax efficiency of ETFs? op.cit.

(٢)Deanna Flores and Jay Freedman, etf tax efficiency fact or fiction, op.cit, p٣

ينتهي الأمر بشكل أساسي عند نفس المستوى على مدار العام - قد يكون هناك المزيد من الفرص لمديري المحافظ لتحقيق الخسائر وتعويض المكاسب الكامنة في الأوراق المالية للمحفظة.^(١)

د- سلوك المستثمر:

عندما يقوم المستثمرون بشراء ETF ، فإنهم يحصلون على تلك الأسهم على أساس التكلفة، والتي تعكس بشكل أساسي المبلغ المدفوع من قبل المستثمر، بالإضافة إلى تكاليف المعاملات. وعندما يقوم المستثمرون في النهاية ببيع أو استرداد الأسهم ، يتم فرض ضريبة عليهم بشكل عام على المبلغ الذي يتجاوز به سعر البيع أو الاسترداد على أساس التكلفة. فإذا اشترى المستثمر على سبيل المثال، أسهم في صندوق ETF التي يكون سعرها المشتق من السوق مساويًا أو قريبًا من صافي قيمة الأصول NAV قبل تاريخ الاستحقاق السابق، فإن المستثمر سوف يقوم المستثمر بما يلي :

- دفع الضريبة الحالية على توزيعات الأرباح

- لديك خسارة غير محققة في أسهمها لأن الأساس الضريبي سيكون أعلى من NAV بعد

تخفيض NAV لدفع الأرباح الموزعة.

بالإضافة إلى العدوانية التي يميل بها المستثمرون إلى شراء الأموال وبيعها يمكن أن يكون لها تأثير على قدرة مدير الصندوق على تحقيق الكفاءة الضريبية؛ إذ تكون أيدي المدير مقيدة إلى حد ما وسيضطر إلى

بيع الأوراق المالية الأساسية دون فرصة كبيرة لتحقيق الكفاءة الضريبية.^(٢)

(١)Deanna Flores and Jay Freedman, etf tax efficiency fact or fiction, op.cit, p٤

(٢)Deanna Flores and Jay Freedman, etf tax efficiency fact or fiction, op.cit, p٥

٢-٣ مخاطر صناديق المؤشرات المتداولة:

على الرغم من المزايا والفوائد التي تقدمها صناديق المؤشرات المتداولة، إلا أن هناك بعض التكاليف التي تأتي بها تتمثل في المخاطر على الأسواق المالية، وهي تشمل مخاطر أخطاء التتبع ومخاطر الطرف المقابل ومخاطر السيولة.

١-٢-٣ مخاطر خطأ التتبع :

من الناحية النظرية تم تصميم صناديق المؤشرات المتداولة لنتناسب عوائدها مع عوائد مؤشراتها المعيارية، ولكن من الناحية العملية تظهر فروق بين عوائد الصناديق وعوائد مؤشراتها المعيارية وهو ما يعرف "بخطأ التتبع".

ويمكن تعريف خطأ التتبع من منظور اقتصادي على أنه درجة من التمايز بين أداء محفظة صندوق المؤشر وعائد المؤشر الأساسي. ومن وجهة نظر رياضية إحصائية، فإنه يعبر عن الانحراف المعياري للفرق بين عوائد صندوق المؤشر وتقدير قيمة الأصول المتضمنة في المؤشر لفترة معينة.^(١) وقد يحدث خطأ التتبع بسبب اختلاف نوع صندوق المؤشرات المتداولة (أسهم- سندات- سلع- عملات)، أو الاستقطاعات الضريبية وإعادة استثمار مدفوعات الأرباح حيث يتم خصم الضرائب جزئياً من الأرباح وبالتالي لا يتلقى المستثمرون في كثير من الأحيان كامل أرباحهم على استثماراتهم، كما يؤدي التأخير في إعادة استثمار الأرباح إلى اختلاف العائد على ETF عن عائد المؤشر المعيارى، وأخيراً هناك سبب آخر لاختلاف الأداء ينشأ من تحسين المحفظة؛ ففي بعض الحالات يختار مديرو

(١)Michaela Dorocáková, Comparison of ETF's performance related to the tracking error, Journal of International Studies, ٢٠١٧, ١٠(٤), pp ١٥٤-١٦٥.

الصناديق تحسين ملفات من خلال عقد عينة تمثيلية من عناصر المؤشر قد ينتج عن هذا اختلاف في الأداء بين المؤشر ومحفظه العينة المحسنة. (١)

ويعتمد خطأ التتبع في الغالب على عدد مراجعات الفهرس، إصدارات الأسهم، إعادة شراء الأسهم، الفوائد العرضية، استراتيجية تكرار الفهرس، حجم الصندوق، سياسة توزيع الأرباح، العلاوة والخصم من صافي قيمة الأصول، شهر معين في السنة. (٢)

ويوفر خطأ التتبع معلومات حول مدى جودة تتبع صناديق المؤشرات المتداولة للمؤشر الأساسي، فإذا كان خطأ التتبع قريباً من الصفر أو يساويه فهذا يعني أن الصندوق يتبع المؤشر الأساسي بشكل مثالي ويشير إلى أداء تتبع جيد للصندوق، أما إذا كان خطأ التتبع بعيداً عن الصفر فإن صندوق المؤشرات المتداولة لا يتبع المؤشر الأساسي ومن ثم فإن أداء الصندوق لا يكون جيداً. (٣)

٣-٢-٢ مخاطر الطرف المقابل :

يُعرض إقراض الأوراق المالية للمستثمرين في صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) لمخاطر الطرف المقابل أي مخاطر الخسارة الناتجة عن تقصير الطرف المقابل، (٤) ويتم قياس تعرض الطرف المقابل للمصدر أو قيمة المقايضة بالفرق بين صافي قيمة الأصول وقيمة السلة البديلة (لكل سهم)

(١) Athanasios P. Fassas, Tracking Ability of ETFs: Physical versus Synthetic Replication, The Journal of Index Investing, Vol ٥, No. ٢, August ٢٠١٤, pp.٩:٢٠

(٢) Michaela Dorocáková, Comparison of ETF's performance related to the tracking error, op. cit, pp ١٥٤-١٦٥.

(٣) Mariana Filipe Alexandre, Tracking error of Exchange-Traded Index Funds and their determinants: Evidence from the U.S. September ٢٠١٦, p٣٩

(٤) Michael Grill et al, Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds, European Central Bank, Financial Stability Review, vol ٢, November ٢٠١٨.

المستخدمة كضمان، ويتم وضع علامة على المقايضة في السوق في نهاية كل يوم وإعادة تعيينها كلما كان الطرف المقابل يتجاوز التعرض عتبة معينة معبراً عنها كنسبة مئوية من صافي قيمة الأصول، ويتعرض مستثمري صناديق المؤشرات المتداولة الاصطناعية بشكل خاص لمخاطر الطرف المقابل في حالة ETF المعكوس، وفي هذه الحالة يجب على البنك الذي يعمل كطرف مقابل في المقايضة تقديم عائد يزداد مع شدة انهيار سوق الأسهم.^(١)

وتظهر أنماط الانسحاب من الصناديق خلال الأزمة أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفوا عندما تشكك الأسواق في قدرة مقدم الأموال على الوفاء بالالتزامات المالية ، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى تشغيل أوسع للصناعة، كما أبرزت تجربة الأزمة أن الأصول الضمانية التي تعهد بها الطرف المقابل في المقايضة فاشلة يمكن تجميدها من قبل مسؤول الإفلاس حتى عندما يتم الاحتفاظ بها في حسابات العملاء قد يؤدي إقراض الأوراق المالية إلى زيادة تعقيد عملية الوصول إلى الضمانات المرهونة.^(٢)

ويتم التخفيف من مخاطر الطرف المقابل من خلال سلة الأصول أو الضمانات (تتكون غالباً من الأسهم والسندات السائلة) التي تحتفظ بها صناديق المؤشرات المتداولة،^(٣) أيضاً يتعين على البائعين على المكشوف نشر ضمانات مع مصدر ETF ، ويحدث النقص في الضمانات إذا كانت قيمة الضمان أقل

(١) Christophe Hurlin et al, The Counterparty Risk Exposure of ETF Investors, Journal of Banking & Finance Volume ١٠٢, May ٢٠١٩, pp ٢١٥-٢٣٠

(٢) Srichander Ramaswamy, Market structures and systemic risks of exchange-traded funds, BIS, Monetary and Economic Department, Working Papers No ٣٤٣, April ٢٠١١, p ١٢

(٣) Michael Grill et al, Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds, op.cit.

من قيمة صافي أصول الصندوق الحالية خلال فترة زمنية معينة، يمكن أن يكون مثل هذا الموقف مشكلة إذا لم يتمكن البائعون على المكشوف من رد الأوراق المالية المقترضة إلى الصندوق في الوقت المناسب، في هذه الحالة لن يكون الصندوق قادرًا على الوفاء بطلبات الاسترداد من جميع المستثمرين.^(١)

٣-٢-٣ مخاطر السيولة:

يتم تحديد سيولة أسهم ETF من خلال التفاعل بين إنشاء الأسهم واستردادها وصنع السوق وتداول السوق الثانوية بما في ذلك نشاط التداول والتحوط في الأسواق ذات الصلة.

يمكن أن تنشأ الاضطرابات في سيولة ETF من خلال توقف التداول في الأوراق المالية الأساسية أو ظروف السوق مثل التقلبات الشديدة التي تزيد من تكاليف المشاركين في السوق لتوفير السيولة، بالإضافة إلى ذلك قد تؤدي الثغرات التشغيلية في صانع السوق إلى انخفاض مؤقت مفاجئ في سيولة ETF ، هذه المحفزات يمكن أن تؤدي إلى زيادة هوامش العرض والطلب وزيادة تكلفة خروج

(١) Christophe Hurlin et al, The Counterparty Risk Exposure of ETF Investors, op.cit, pp ٢١٥-٢٣٠.

المستثمرين من السوق من خلال الخصومات على صافي قيمة الأصول، وفي سيناريو الإجهاد قد يؤدي

ذلك إلى زيادة ضغوط الاسترداد مع حلقات التغذية الراجعة للسيولة وتقلب الأوراق المالية الأساسية.^(١)

وتوفر صناديق المؤشرات المتداولة نطاق واسع من السيولة، إذ يتم تداول صناديق المؤشرات

المتداولة الأكثر شيوعاً (مثل تلك التي تتعقب مؤشر S&P ٥٠٠) باستمرار ويتم تداول عشرات الملايين

من الأسهم يومياً بينما يتداول الآخرون بأرقام أقل بكثير وهناك العديد من صناديق المؤشرات المتداولة

التي لا يتم تداولها كثيراً وبالتالي قد يكون من الصعب بيعها مقارنة بصناديق المؤشرات الأكثر سيولة.

وتتسم صناديق المؤشرات المتداولة الأكثر نشاطاً بالسيولة الشديدة مع حجم تداول منتظم ومرتفع

وفروق أسعار بين العرض والطلب ضيقة، ويتقلب السعر على مدار اليوم على عكس الصناديق المشتركة

حيث يتم تنفيذ جميع عمليات الشراء أو المبيعات في يوم معين بنفس السعر في نهاية يوم التداول.^(٢)

ويمكن أن تؤدي عمليات السحب الكبيرة والمفاجئة للمستثمرين الناتجة عن أحداث السوق أو

مخاطر الطرف المقابل إلى تمويل مخاطر السيولة، وتنتشر هذه المخاطر من خلال وظيفة الخدمات

المصرفية الاستثمارية والتي قد تمنح الوصول إلى التمويل الرخيص من خلال ترتيب المقايضة مع راعي

(١) Michael Grill et al, Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds, op.cit

(٢) https://en.wikipedia.org/wiki/Exchange-traded_fund#cite_note-fear-١١٤

صناديق المؤشرات المتداولة، ويتم تأمين التمويل الرخيص عن طريق تسويق محفظة مؤشر قابلة للتداول من خلال راعي ETF ، ولكن دون فرض رسوم على المستثمرين بشكل مناسب لخيار السيولة الذي تم منحه لهم. ولا يأخذ مقدمو المقايضة في الاعتبار تأثير ذلك على مخاطر السيولة الإجمالية والتي تعتبر عوامل خارجية بالنسبة لهم؛ لأن عمليات استرداد صناديق المؤشرات ستتطلب مبالغ نقدية يتم تسليمها مقابل الأصول الإضافية التي قد تكون غير سائلة فتؤدي لإعاقة أنشطة صنع السوق بشدة؛ فقد يكون تمويل هذه الأصول أولوية فتظهر ضغوط التمويل للنظام المالي ككل. (١)

وعلى الرغم من أن تحويل السيولة الذي تقوم به الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) يقدم فائدة رئيسية للمستثمرين؛ لأنها قادرة على تحويل الأصول الأقل سيولة إلى أوراق مالية أكثر سيولة قابلة للتداول، إلا أنه يخضع للاحتكاكات إذ قد يواجه المستثمرون مخاطر ألا تكون السيولة أعلى من سيولة الأوراق المالية الأساسية وتحدث الاضطرابات في سيولة ETF في الأسواق عالية السيولة مثل أسواق الأسهم الأوروبية أو الأمريكية ، نتيجة اعتماد المستثمرون المؤسسيون بشكل متزايد على صناديق المؤشرات المتداولة لأغراض إدارة السيولة وإدارة النقد، مما قد يستلزم توقعًا بأن السيولة تظل مرتفعة في جميع ظروف السوق، وإذا اضطر المستثمرون إلى زيادة السيولة وتصفية مراكز ETF خلال فترات الإجهاد ، فقد يواجهون تكاليف معاملات غير متوقعة في شكل فروق أسعار أعلى من المعتاد لفروق أسعار العرض والطلب وخصومات NAV. (٢)

(١) Srichander Ramaswamy, Market structures and systemic risks of exchange-traded funds, op.cit, p ١٢

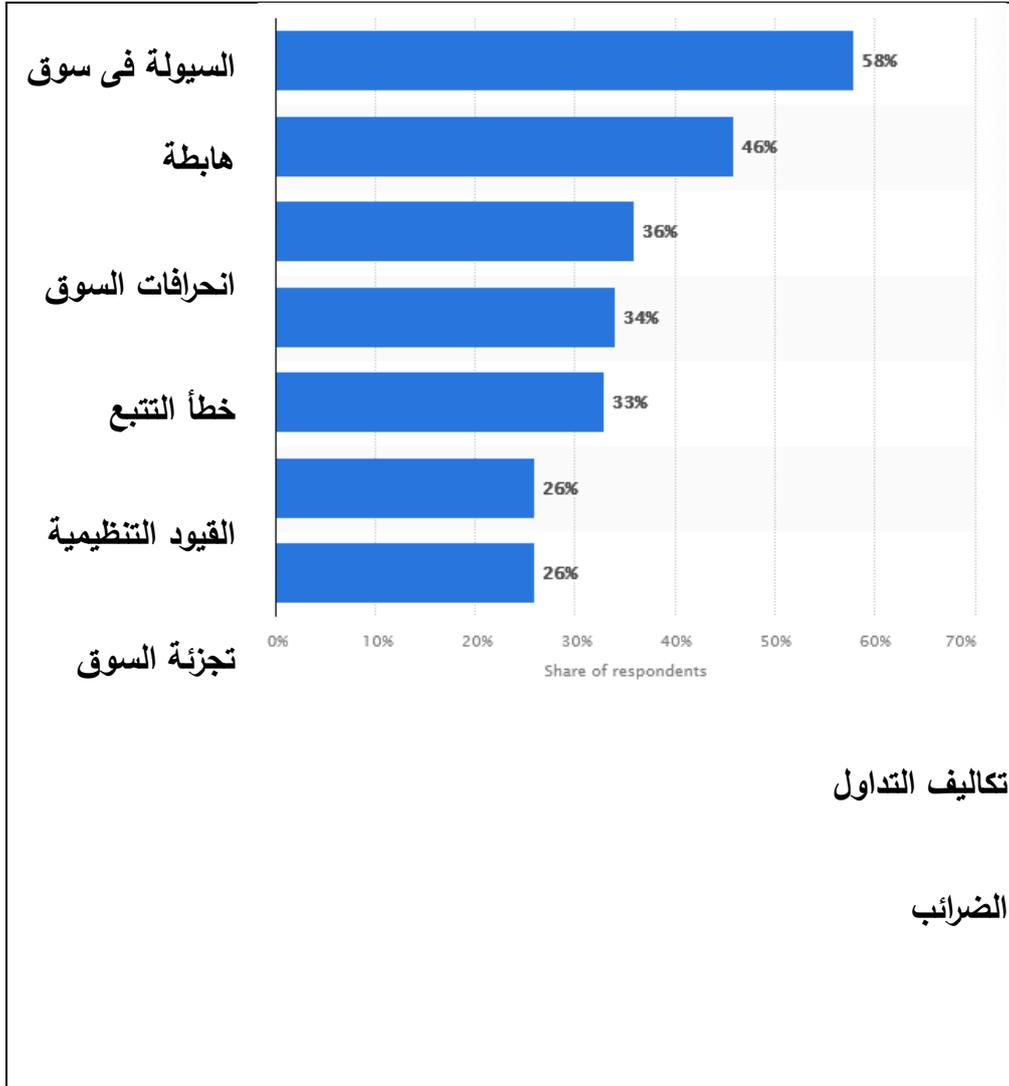
(٢) Michael Grill et al, Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds, op.cit.

وكان الخطر الأكبر المرتبط بالاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في عام ٢٠٢٠ هو احتمال حدوث مشكلات في السيولة في ظل سوق هابطة، إذ تنخفض أسعار الأسهم مما يجعل من الصعب تحويل الأصول المالية المملوكة بالفعل إلى نقد، كما هو واضح من الشكل رقم (٤).

الشكل رقم (٤)

أكبر المخاطر المرتبطة بصناديق المؤشرات المتداولة وفقاً لقطاعات التمويل

في جميع أنحاء العالم ٢٠٢٠



Source: Statista Research Department, May ٢٣, ٢٠٢٢

المبحث الرابع

استراتيجيات استثمار صناديق المؤشرات المتداولة

يتم استخدام معظم صناديق المؤشرات المتداولة من قبل مديري الأصول والصناديق وكذلك المستشارين الماليين في العديد من الاستراتيجيات التي تخدم أهدافاً استثمارية متنوعة تتراوح من البساطة مثل تنويع محفظة حالية إلى استراتيجيات التحوط المعقدة، وتوفر صناديق المؤشرات المتداولة مرونة كبيرة في تنفيذ استراتيجيات الاستثمار المختلفة أو بناء المحافظ الاستثمارية، وقبل تناول هذه الاستراتيجيات نتطرق إلى طرق تكرار الصندوق للمؤشر على النحو التالي.

١-٤ طرق تكرار المؤشر:

يعتمد الاستثمار السلبي لصناديق المؤشرات المتداولة على التتبع للمؤشر الأساسي الذي تم تحديده، وتستخدم صناديق المؤشرات المتداولة طريقتين أساسيتين في محاولة تتبع معاييرها بشكل وثيق وفعال قدر الإمكان، وتعتمد الطريقة التي يختارها مروج الصندوق على الإطار التنظيمي وخصائص السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الأساسية، والأهداف المرجو تحقيقها.

١-١-٤ التكرار المادي :

والتكرار المادي قد يكون كاملاً أو جزئياً من خلال أخذ عينات تمثيلية كما يلي.

١-١-١-٤ التكرار المادي الكامل:

الطريقة الأكثر شيوعاً لإنشاء محفظة مؤشر هي تكرار المؤشر المستهدف بالكامل عن طريق شراء الأوراق المالية وفقاً لوزنها النسبي في المؤشر كما يظهر من الشكل (٥)، تساعد هذه العملية على ضمان قيام ETF بتتبع مؤشرها بإحكام مع مطابقة خصائص المؤشر الرئيسية بشكل وثيق. عادةً ما يتم

استخدام النسخ المادى الكامل للمؤشرات المركزة ذات المكونات السائلة مثل مؤشر S&P ٥٠٠ أو مؤشر S & P / TSX أو مؤشرات السندات الحكومية.

الشكل رقم (٥) التكرار المادى الكامل



Source: <https://www.vanguard.ca/en/investor/learn/featured-group/management/how-index-etfs-track-their-benchmarks>

وتتميز طريقة النسخ الكامل بأنها ستتبع المؤشر عن كثب وشراء جميع الأوراق المالية في المؤشر بسهولة وبيعها، ويحتوي المؤشر على عدد (بالمئات أو أقل) يمكن إدارته من الأوراق المالية، كما أن ETF نفسها لديها أصول كافية تجعلها فعالة من حيث التكلفة. اختلافات صغيرة قد ينتج عن الأداء اعتماداً على كيفية ادارة مدير المحفظة للتدفقات النقدية وتنفيذ التغييرات على المحفظة عندما تكون هناك تغييرات في المؤشر.^(١)

ومع ذلك قد يكون تنفيذ هذه الطريقة صعباً أو مكلفاً أو كليهما إذا كان المؤشر المختار يشتمل على عدد كبير جداً من الأوراق المالية أو يتم تداول هذه الأوراق في مناطق مختلفة، فكلما زاد عدد الأسهم أو السندات أو السلع أو المشتقات، زادت الصعوبات المرتبطة بتتبع المؤشر مع التغييرات الدورية في الأوزان النسبية وما يترتب على ذلك من الحاجة إلى إعادة توازن المحفظة، حيث يزيد اتساع المؤشر من احتمالية تضمينه في الأسهم ذات السيولة المنخفضة والتي يكون من الصعب للغاية شرائها أو بيعها

(١) Toronto-Dominion Bank Asset Management, Keeping "track" of ETF performance, Investment Solutions, august ٢٠١٧, p٣

أو أن يكون لها فروق عرض أسعار واسعة، بالإضافة إلى أن العدد الأكبر من الأوراق المالية يؤثر على التكاليف التي يتحملها الصندوق فيما يتعلق بمدفوعات الأرباح والمصروفات الأخرى المرتبطة بها مع مقاصة وتسوية المعاملات، وتكون هذه الأعباء الإدارية مرهقة أكثر إذا استثمرت Etf's في عدة دول. (١)

٤-١-١-٢ أخذ العينات التمثيلية :

تحتفظ ETF بعينة تمثيلية من الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر حيث يتم استخدام نهج أخذ العينات، أي تستثمر ٨٠٪ إلى ٩٥٪ من أصولها في الأوراق المالية للمؤشر الأساسي واستثمار النسبة المتبقية من ٥٪ إلى ٢٠٪ من أصولها في أصول أخرى مثل العقود الآجلة والخيارات وعقود المبادلة (٢) كما يتبين من الشكل (٦).

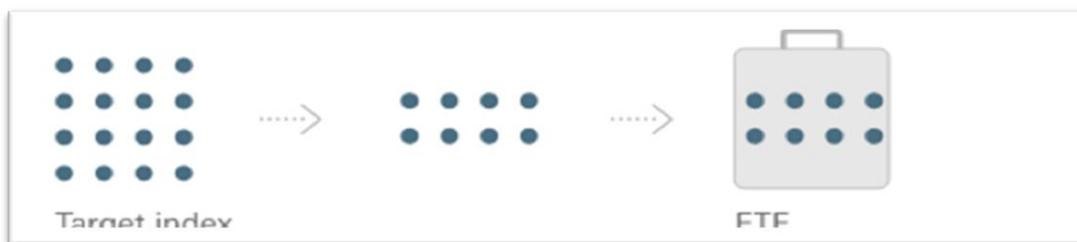
ويتبع هذا النهج عندما يكون هناك حالات معينة يتعذر فيها شراء جميع مكونات المؤشر، وفي حالات أخرى بعض المؤشرات لديها الكثير من الأوراق المالية (بالآلاف) فيكون شرائهم جميعاً ليس عملياً. (٣) ويجعل النسخ الكامل صعباً ومكلفاً، وتهدف العينة إلى مطابقة الخصائص الأساسية للمؤشر وتتبع عوائده.

(١) Isaac Tabor and César Molinas, Active and Passive Investment: Their Coexistence in Portfolio Management Fundación de Estudios Financieros, June ٢٠٢٠, p٤٥

(٢) Elitsa Petrova, A brief over view of the types of etfs, op.cit, pp٣٩-٤٥

(٣) Toronto-Dominion Bank Asset Management, Keeping “track” of ETF performance, op.cit, p٣

الشكل رقم (٦) التكرار بأخذ عينة تمثيلية



Source: <https://www.vanguard.ca/en/investor/learn/featured-group/management/how-index-etfs-track-their-benchmarks>

وتقسم تقنيات أخذ العينات الشائعة الأخرى الفهرس إلى خلايا تمثل الخصائص المختلفة لمؤشر القياس، بالنسبة لمؤشر الأسهم الكبير يجوز للمدير تقسيم الأسهم في المؤشر إلى فئات مختلفة ، ويمكن أن تشمل هذه الفئات قطاع الصناعة أو القيمة السوقية أو نسبة السعر إلى الأرباح (P/ E) أو البلد أو المنطقة أو التقلبات أو أي عدد من الخصائص الفردية الأخرى، وتسمح باختيار ورقة مالية من تلك المجموعة الصغيرة ويتم ترجيحها وفقاً للوزن المقابل في المؤشر حيث يقوم مدير الصندوق بشراء الأسهم أو الأصول التي تحاكي أداء مكونات المؤشر.^(١)

وبموجب طريقة أخذ العينات يمكن أن تحتوي محفظة التتبع على أصول مختلفة والتي يمكن أن تكون جزءاً من المؤشر أو ليست جزءاً من المؤشر أو مزيج من الاثنين، من الضروري عند تطبيق أخذ العينات اختيار هيكل أخذ العينات الذي يعتمد على هيكل المؤشر الأساسي،^(٢) حيث تكون العينات جزءاً

(١) John Edwards, How Vanguard Index Funds Work, investopedia, ٢٨ September ٢٠٢٢. At <https://www-investopedia-com.articles/investing/١١١٧١٥/how-vanguard-index-funds-work.asp>

(٢) Denis Karlow, Comparison and Development of Methods for Index Tracking, Frankfurt School of Finance & Management, September ٢٠١٢, p٢٦

من المؤشر (بصفة أساسية) أو مزيج من المؤشر والخارج (كبدل) للهيكل الشفافة والقابلة للاستثمار، وتكون العينات من خارج المؤشر للهيكل غير الشفافة وغير القابلة للاستثمار.

وتكرر معظم صناديق المؤشرات المتداولة لمؤشر السندات معاييرها من خلال نهج أخذ العينات، وغالباً ما يكون التكرار الكامل لصناديق المؤشرات المتداولة للسندات غير عملي نظراً للعدد الهائل من

المشكلات في مؤشرات المستهدفة والطبيعة الأقل سيولة لبعض الإصدارات.^(١)

وتتميز هذه الطريقة بأن مدير المحفظة لا يحتاج إلى شراء كل ورقة مالية في المؤشر، وهذا بدوره يساعد على تقليل التكاليف الإجمالية لاقتناء وحيازة محفظة الأوراق المالية . ويعيها أنه قد يتم اختيار الأوراق المالية التي لا تتماشى مع المؤشر مما يتسبب في اختلافات في الأداء بين ETF والمؤشر الذي يحاول تكراره.^(٢)

وبطبيعة الحال مع الأخذ في الاعتبار السيولة المتوقعة يجب أن يتعامل مدير الصندوق مع مشكلة تغير العلاقات من خلال إعادة التوازن الدوري للمحفظة، فقد يتم إسقاط بعض الأوراق المالية المختارة في البداية وإدراج أخرى كجزء من تلك المراجعة. ومن المحتمل أن تظهر درجة معينة من خطأ التتبع مع هذه الطريقة عند مقارنتها بالتكرار المادي ، ولكن عادةً ضمن حدود ضيقة تستفيد استراتيجية التتبع هذه من انخفاض التكاليف بشكل كبير بالنسبة لمستثمري الصندوق.^(٣)

(١) <https://www.vanguard.ca/en/investor/learn/featured-group/management/how-index-etfs-track-their-benchmark>

(٢) Toronto-Dominion Bank Asset Management, Keeping “track” of ETF performance, op.cit, p٣

(٣) Isaac Tabor and César Molinas, Active and Passive Investment: Their Coexistence in Portfolio Management Fundación de Estudios Financieros, op.cit, p٤٦

٤-١-٢ النسخ الاصطناعى أو التركيبى:

ويقصد بهذه الطريقة تكرار المؤشر باستخدام المنتجات المشتقة مثل العقود الآجلة أو الخيارات أو المقايضات.^(١) ولا يحتفظ ETF بمكونات المؤشر الأساسي بالضبط ولكن بدلاً من ذلك يحتفظ بمحفظة أوراق مالية مملوءة بشكل عشوائي. هذه المحفظة قد تكون مختلفة تمامًا عن المحفظة المعيارية التي من المفترض أن تتعقبها صناديق المؤشرات المتداولة.^(٢)

ويتم شراء العقود الآجلة على المؤشر لتكرارها، ويعتمد السعر فى العقود الآجلة على المستوى الفوري للمؤشر الأساسي لتحقيق هدف تتبع المؤشر، ويجب أن يكون سعر الشراء للعقود الآجلة مختلفاً قليلاً فقط عن سعر مستوى المؤشر الحالي. أما عن تكرار المؤشر باستخدام الخيارات فيكون من خلال شراء خيارات البيع والشراء على المؤشر الذي يرغب المستثمر في تتبعه. وقد يكون التكرار باستخدام مقايضات المؤشرات، والمقايضة هي أداة تداول خارج البورصة وتتطلب موافقة أحد الطرفين على دفع الطرف الآخر عائد المؤشر مقابل رسوم رمزية والعائد على المحفظة التي يحتفظ بها الطرف الآخر.^(٣)

وعيوب هذه الطريقة تظهر فى أن المستثمرين يواجهون مخاطر الطرف المقابل فى المقايضة الذى قد لا يفي بالتزاماته التعاقدية؛ لأن الطرف المقابل فى المقايضة يكون عادة البنك الذى يعمل كمزود

(١) Denis Karlow, Comparison and Development of Methods for Index Tracking, op.cit, p٢٧

(٢) Athanasios P.Fassas, Tracking Ability of ETFs: Physical versus Synthetic Replication, op.cit, pp.٩:٢٠

(٣) Denis Karlow, Comparison and Development of Methods for Index Tracking, op.cit, p٢٧

ETF، لذلك يجب أن يكون المستثمرون على علم بالمخاطر المحتملة التي قد يتعرضون لها لعدم وجود

شرط الضمانات التي تتناسب مع أصول المؤشر المتعقب.^(١)

٤-٢ استراتيجيات استثمار صناديق المؤشرات المتداولة:

تخدم صناديق المؤشرات المتداولة الأغراض التالية:

٤-٢-١ تخصيص الأصول:

تظهر الدراسات أن تخصيص الأصول عبر فئات الأصول الواسعة هو المحدد الأساسي

لمخاطر المحفظة وعائدها على افتراض محفظة متنوعة تعمل في نطاق محدود، وتعد الإدارة النشطة -

سواء على المستوى الفردي أو صندوق مُدار بشكل نشط - هي العامل الأساسي الذي يمكن أن يؤدي

إلى مخاطر غير مقصودة في المحفظة، وتساعد صناديق المؤشرات المتداولة المتنوعة في ضمان أداء

أفضل يعتمد في المقام الأول على قرارات تخصيص الأصول؛ لأن صناديق المؤشرات المتداولة واسعة

النطاق وتقدم تنوعاً ملائماً وفعالاً من حيث التكلفة عبر فئات الأصول.^(٢)

علاوة على ذلك يمكن استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لإجراء إمالات إستراتيجية داخل فئات

الأصول، مثل الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة، ديون الأسواق الناشئة، أنواع معينة من السلع أو

مجموعة من الفئات الأخرى.^(٣) ويمكن للمستثمر أن يتخذ نهجاً سلبياً لتخصيص الأصول عن طريق

إعادة موازنة المحفظة عندما تختلف قيمة المحفظة عن توقعاتها فإن إعادة التوازن ضرورية لضمان

(١) Athanasios P. Fassas, Tracking Ability of ETFs: Physical versus Synthetic Replication, op.cit, pp.٩:٢٠

(٢) Vanguard, ETF Strategies, ٢٠١٢ at https://neuserivercapital.com/wp-content/uploads/٢٠١٢/٠١/vanguard_-_etf_strategies.pdf

(٣) HKEX, Etf hand book, A practical guide to Exchange Traded Funds, ٢٠١٨, p٢٣

عودتها إلى مزيج الأصول طويل الأجل أو الاستراتيجي، ويجب أن تكون صناديق المؤشرات المتداولة المطلوبة لإعادة التوازن سائلة، وتشمل هذه الصناديق الأسهم المحلية والأسهم الدولية والدخل الثابت المحلي.^(١)

ويستطيع المستثمر أن يلعب دورًا نشطًا في تخصيص الأصول من خلال إعادة التوازن التكتيكي للمحفظة وزيادة وزن فئات الأصول التي من المتوقع أن تتفوق في الأداء على المدى الأقصر وتقليل وزن الآخرين،^(٢) أيضا يمكنه استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لزيادة وزن قطاعات معينة في محاولة للتفوق على السوق الأوسع، حيث تسمح هذه صناديق بتلقي آراء المستثمرين حول قطاعات معينة من السوق دون الحاجة إلى الانخراط في البحث الخاص بالمخزون واختيار الأسهم الفردية.^(٣)

٤-٢-٢ إدارة سيولة المحفظة :

تتضمن إدارة التدفقات النقدية، حيث إنها تقلل السحب النقدي من خلال ضمان توافق المستثمرين مع التعرض المعياري، علاوة على ذلك يمكن استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لتحسين أوضاع المحفظة دون التأثير على الحيازات طويلة الأجل أو للوصول إلى السيولة لتلبية الاحتياجات غير المتوقعة والفورية. ويمكن لمديري الأصول استخدام صناديق المؤشرات المتداولة داخل المحافظ لإنشاء "أكمام السيولة" في الفترات التي تكون فيها التحولات الاستراتيجية ضرورية، مثل إعادة تركيز أسلوب أو أهداف الصندوق أو خلال فترات ضغوط السوق أو التدفقات الكبيرة للخارج.^(٤)

(١) James forjan, ETF Strategies, AnalystPrep, ٣٠Jul ٢٠٢١, At <https://analystprep.com/study-notes/cfa-level-٢/identify-and-describe-portfolio-uses-of-etfs/>

(٢) Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), op.cit, p١٩

(٣) BetaShares Investing & Trading Strategies with BetaShares ETFs, ٢٠١٦, p٢

(٤) HKEX, Etf hand book, A practical guide to Exchange Traded Funds, op.cit, p٢٣

٤-٢-٣ إكمال المحفظة:

يستخدم المديرون الأساسيون صناديق المؤشرات المتداولة لتصحيح المواقف الزائدة أو منخفضة الوزن غير المقصودة في قطاعات أو مناطق جغرافية معينة، وبالمثل يمكن استخدام أموال السندات لمطابقة الائتمان أو المدة.^(١)

ويتضمن هذا استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لسد الفجوات في المحافظ لتحقيق التخصيص المرغوب مع التعرض لمناطق معينة من السوق أو لتحقيق أسلوب أو استراتيجية مرغوبة، يمكن أن يكون هذا مهماً عند النظر في التعرض الكلي والبحث عن وسائل لتحقيق التوازن أو التعديل.^(٢)

٤-٢-٤ إدارة الانتقال :

تشير إدارة انتقال المحفظة إلى العملية التي يتم من خلالها إعادة تخصيص المحافظ المؤسسية بكفاءة للتحكم في المخاطر والتكلفة.^(٣)

ويمكن استخدام صناديق المؤشرات المتداولة في إدارة الانتقال على سبيل المثال، في حالة تعيين مدير حديث للحفاظ على التعرض أثناء خضوعه لعملية بيع الأوراق المالية غير المرغوب فيها من الإدارة التي خرجت، يمكن لمدير الانتقال استخدام صناديق المؤشرات المتداولة للحفاظ على تعرض السوق والاستمرار في الاستثمار بالكامل أثناء عملية البحث والانتقال.^(٤)

(١)Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, op.cit, p٨٢

(٢)HKEX, ETF HAND BOOK, A practical guide to Exchange Traded Funds, op.cit, p٢٣

(٣)Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, op.cit, p٨٣

(٤)Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), op.cit, p١٩

٤-٢-٥ إدارة النقد:

يمكن استثمار النقود الزائدة في صناديق المؤشرات المتداولة للسندات قصيرة الأجل وذات التصنيف العالي والتي توفر عائداً أعلى من الودائع تحت الطلب مع توفير السيولة خلال اليوم؛^(١) وذلك نظراً لأن صناديق المؤشرات المتداولة هي أدوات تداول عالية السيولة، فيمكن استخدامها على المدى القصير كبديل نقدي، ويمكن للمستثمرين المؤسسيين الذين قد يحتاجون إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية في أموالهم لتلبية طلبات الاسترداد استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لتقليل "السحب النقدي" في محافظهم الاستثمارية، ويمكن أيضاً استخدام صناديق المؤشرات المتداولة في إيقاف النقد أثناء اتخاذ القرارات بشأن استراتيجيات استثمار محددة.^(٢)

بالإضافة إلى ذلك تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة أيضاً خياراً جيداً للمستثمرين الذين لديهم وضع نقدي مؤقت كبير مثل مكافأة أو مكاسب أخرى غير متوقعة أو الانتقال بين مديري الأصول؛ لأن مثل هذا الموقف النقدي قد يجعل المستثمر بعيداً إلى عن التخصيص المستهدف للأسهم في المحفظة فيحدث قصوراً في الأداء وعدم تحقيق الأهداف المالية، وهنا يأتي دور صناديق المؤشرات المتداولة التي تقلل من احتمالية حدوث ذلك القصور في الأداء.^(٣)

(١)Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, op.cit, p٨٢

(٢)BetaShares, Investing & Trading Strategies with BetaShares ETFs, op.cit, p٢

(٣)Vanguard, ETF Strategies, op.cit.

٤-٢-٦ إدارة المخاطر أو التحوط :

يتم إنشاء الإصدارات التجريبية الذكية بطرق متنوعة. يولد البعض مخاطر أقل بينما يواجه البعض الآخر مخاطر أعلى من تلك الخاصة بفئة المؤشر. تعكس صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) الأقل تقلبًا محفظة ذات معدل عائد أقل تقلبًا، علاوة على ذلك تُستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في إدارة مخاطر بيتا والعملية والمدة.^(١)

وبالنسبة للمستثمرين الذين لديهم مركز في قطاع أو صناعة سوق معينة يعرضون أنفسهم للخطر إذا كان هناك انكماش في تلك الصناعة، قد لا تكون إعادة التوازن خيارًا بسبب القيود التجارية والعواقب الضريبية أو أسباب أخرى، فأنهم يستطيعون تعديله عن طريق البيع على المكشوف ل ETF التي ترتبط ارتباطًا وثيقًا بذلك الصناعة، فإذا انخفض المركز الطويل فأن المركز القصير قد يعوض البعض من تلك الخسارة.^(٢)

ويمكن للمستثمرين الذين يرغبون في التحوط ضد انخفاض في السوق شراء صناديق المؤشرات المتداولة المعكوسة أو صناديق المؤشرات المتداولة المعكوسة بالرافعة المالية، والتي ترتفع عندما ينخفض السوق، كما يمكن للمستثمر المعني بالتضخم التحوط من خلال الاستثمار في السلع أو السندات المحمية من التضخم، كذلك يمكن للمستثمرين الذين لديهم استثمارات خارج الولايات المتحدة التحوط من تعرضهم للعملة الأجنبية من خلال صناديق المؤشرات المتداولة بالعملية.^(٣)

وتعتبر الصفقات الرخيصة والمتنوعة التي يمكن تنفيذها باستخدام صناديق المؤشرات المتداولة بسرعة مثالية للتحوط من المراكز أو توقيت السوق أو وضع الرهانات التكتيكية. على سبيل المثال،

(١) James forjan, ETF Strategies, op.cit.

(٢) Vanguard, ETF Strategies, op.cit.

(٣) Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), op.cit, p١٩

المدير الذي يسعى للحصول على وزن زائد في كوريا ولكن ليس لديه وجهة نظر بشأن العملة الكورية يمكنه شراء صناديق المؤشرات المتداولة فى العملة من كوريا. (١)

٤-٢-٧ الاستثمار النشط/ السلبي:

توفر صناديق المؤشرات المتداولة فى الأسواق الواسعة انخفاض التكاليف، وانخفاض مخاطر الادارة، وأداء متنسق بالنسبة للمعايير، ولكن هذا يعنى أيضاً التخلي عن أي فرصة للتفوق على السوق، توفر الصناديق النشطة تلك الفرصة لكنها تستلزم أيضاً نسبياً مخاطر أكبر وعدم القدرة على التنبؤ. بعض المستثمرين يفضلون مزيجاً من صناديق المؤشرات المتداولة والأموال النشطة منخفضة التكلفة التي يمكن أن تحقق تركيبة وسط بين هذين الطريقتين. (٢)

٤-٢-٨ موقع الأصول :

بالإضافة إلى توزيع الأصول يجب على المستثمرين النظر فى موقع الأصول فى مناقشات إنشاء المحفظة. موقع الأصول هو ببساطة الطريقة التي يتم بها تقسيم وتوزيع الأصول بين الحسابات الخاضعة للضريبة والحسابات ذات الامتيازات الضريبية لتعظيم عائدات المحفظة بعد خصم الضرائب. (٣)

(١) Ananth N. Madhavan, Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, op.cit, p٨٣

(٢) Vanguard, ETF Strategies, op.cit.

(٣) الحسابات الخاضعة للضريبة تكون لمعظم صناديق مؤشرات الأسهم واسعة النطاق وصناديق المؤشرات المتداولة الصناديق المدارة من الناحية الضريبية أو غيرها من الصناديق النشطة ذات الكفاءة الضريبية، سندات محلية، المعاشات، الأسهم الفردية إذا تم الاحتفاظ بها على المدى الطويل. أما الحسابات ذات الامتيازات الضريبية تكون للصناديق المدارة الأكثر نشاطاً، السندات الخاضعة للضريبة، صناديق الاستثمار العقارية، بعض السلع مثل صناديق المؤشرات كالذهب والفضة، الأسهم الفردية إذا تم الاحتفاظ بها على المدى القصير وبعض صناديق مؤشرات الأسهم.

وبالنسبة للحسابات ذات الامتيازات الضريبية يكون إجمالي العائد قبل الضريبة بشكل عام هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر، أما بالنسبة للحسابات الخاضعة للضريبة يجب دفع الضرائب على معظم توزيعات الأرباح و توزيعات أرباح رأس المال حتى لو تم إعادة استثمار التوزيعات في الصندوق، لذا فإن إجمالي عائد الصندوق يمكن أن يبالغ في تقدير العائد الذي يحصل عليه المستثمر بالفعل بعد خصم الضرائب.^(١)

(١)Vanguard, ETF Strategies, op.cit.

الخاتمة :

نظرًا لأن صناديق المؤشرات المتداولة تشهد حاليًا نموًا كبيرًا ، فإنها ستستمر في كونها خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يتطلعون إلى تنويع محافظهم دون زيادة الوقت والجهد الذي يحتاجون إليه لإدارة أصولهم؛ لأنها تتمتع بالعديد من المزايا منها تنوع الاستثمارات والشفافية وانخفاض التكاليف والسيولة العالية والكفاءة الضريبية، ولكن هناك أيضا بعض السلبيات التي يجب وضعها في الاعتبار - مثل مخاطر الطرف المقابل ومخاطر السيولة وأخطاء التتبع- والعمل على تجنبها.

النتائج :

- تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من أهم الابتكارات المالية التي عرفت الأسواق المالية منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي.
- تزداد شعبية الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) نظرًا لسهولة استخدامها، والتنوع الذي توفره ، ونهجها الفعال من حيث تكلفة الاستثمار.
- إن الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة يوفر عدة مزايا أهمها الشفافية وتنوع الاستثمارات وانخفاض التكاليف والسيولة العالية والكفاءة الضريبية. وعلى الرغم من هذه المزايا تتعرض لبعض المخاطر التي من شأنها التأثير على استقرار السوق المالي منها أخطاء التتبع ومخاطر الطرف المقابل ومخاطر السيولة.
- يمكن تكرار المؤشر الأساسي ماديا سواء كان التكرار كاملا أو جزئيا بأخذ عينة تمثيلية، واصطناعيا باستخدام المنتجات المشتقة.
- يتم تداول أسهم ETFs فى السوق الثانوية، أما انشاء واسترداد ETFs يكون فى السوق الأولية.

- تتوفر أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار المتداولة، حيث يستطيع المستثمر تنويع محفظته من الأسهم والسندات والسلع والعملات والمشتقات.

- تأتي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في واحد من خمسة هياكل: الصناديق المفتوحة، الصناديق الموحدة (UITs) ، ائتمانات المانح، الشركات المحدودة (LPS) ، والأوراق النقدية المتداولة في البورصة (ETNs) .

- تستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في تنفيذ العديد من الاستراتيجيات لتحقيق أهداف استثمارية متنوعة وعلى نطاق واسع.

التوصيات :

- ضرورة نشر الوعي الاستثماري الصحيح بين افراد المجتمع خاصة فيما يتعلق بالصناديق المتداولة في البورصة.

- تحسين الاطار التنظيمي الخاص بصناديق المؤشرات المتداولة لزيادة كفاءتها وتحقيق أقصى استفادة من مزاياها.

- وضع قواعد استرشادية خاصة بتقليل مخاطر صناديق المؤشرات المتداولة.

- العمل على الاستفادة من خبرات الدول والمؤسسات المالية لرفع أداء الشركات المدرجة في السوق المالية المصرية.

قائمة المراجع :

أولاً مراجع باللغة العربية:

أ- مؤتمرات علمية:

١- د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية واهميتها بالنسبة للأسواق المالية، بحث المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، ٥-٦-٢٠١٤.

ب- قوانين وقرارات:

١- قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م

٢- قرار وزير الاستثمار المصري رقم ٢٩٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية

لقانون سوق رأس المال.

ج- مواقع إلكترونية:

١- البورصة المصرية، نبذة عن صناديق المؤشرات، متوفر على الرابط

<https://www.egx.com.eg/ar/ETFs.aspx>

٢- الهيئة العامة للرقابة المالية، صناديق المؤشرات إضافة جديدة لسوق المال فى مصر، ١٤/١/٢٠١٥،

https://fra.gov.eg/fra_news/efsa_٢٣٩

متوفر على الرابط

٣- غرفة الشرقية، مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، المملكة

العربية السعودية، متوفر على الرابط

<https://www.chamber.org.sa/sites/Arabic/InformationsCenter/EconomicReport/>

[MiscEconomicReport_documents/](#)

ثانياً: مراجع باللغة الانجليزية:

A– Books:

١. Ananth N. Madhavan, Exchange–Traded Funds and the New Dynamics of Investing, Oxford University Press, August ٢٠١٦.
٢. HKEX, Etf hand book, Apractical guide to Exchange Traded Funds, ٢٠١٨.
٣. Laurent Deville, Exchange Traded Funds: History, Trading and Research, June ٢٠٠٦.
٤. Lawrence Carrel, ETFs for the Long Run: What They Are, How They Work, and Simple Strategies for Successful Long–Term Investing, John Wiley & Sons, ٢٠٠٨.

B–Scientific research:

١. Benjamin O’Dwyer, European ETF Industry Evolution: ٢ Crises Survived and ١٠ Years of Growth, State Street Global Advisors, September ٢٠٢٠.
٢. Deanna Flores and Jay Freedman, etf tax efficiency fact or fiction, KPMG, ٢٠١٦.
٣. Denis Karlow, Comparison and Development of Methods for Index Tracking, Frankfurt School of Finance & Management, September ٢٠١٢.

٤. Elitsa Petrova, A brief over view of the types of etfs, September ٢٠١٥, Annals of Spiru Haret University Economic Series ١٥(٣), pp٣٩-٤٥.
٥. Eva Su, Exchange-Traded Funds (ETFs): Issues for Congress, Congressional Research Service, R٤٥٣١٨ Version ٤, September ٢٤, ٢٠١٨.
٦. Goldman Sachs, ETF Tax Efficiency ١٠١, Asset Management, ٢٠٢٠.
٧. Isaac Tabor and César Molinas, Active and Passive Investment: Their Coexistence in Portfolio Management Fundación de Estudios Financieros, June ٢٠٢٠.
٨. Ken Hawkins, Exchange-Traded Funds (ETFs), Investopedia, ٢٠١٠.
٩. Srichander Ramaswamy, Market structures and systemic risks of exchange-traded funds, BIS, Monetary and Economic Department, Working Papers No ٣٤٣, April ٢٠١١.

C-Periodicals and Journals:

١. Athanasios P.Fassas, Tracking Ability of ETFs: Physical versus Synthetic Replication, The Journal of Index Investing, Vol ٥, No. ٢, August ٢٠١٤, pp.٩:٢٠.
٢. BetaShares, Investing & Trading Strategies with BetaShares ETFs, ٢٠١٦.

٣. Christophe Hurlin et al, The Counterparty Risk Exposure of ETF Investors, Journal of Banking & Finance Volume ١٠٢, May ٢٠١٩, pp ٢١٥-٢٣٠.
٤. Investment Company Institute, Frequently Asked Questions about Mutual Fund Liquidity, Feb. ٢٢, ٢٠١٨ https://www.ici.org/faqs_mf_liquidity.
٥. IOSCO, Exchange Traded Funds Good Practices for Consideration, Consultation Report, April ٢٠٢٢.
٦. Kristine Owram and Claire Ballentine, Active Versus Passive: Market Pros Weigh In on the Best Strategy for Retail Investors, ١August ٢٠٢٢ at <https://www.bloomberg.com/news/articles/٢٠٢٢-٠٨-٠١/are-passive-etfs-better-than-active-funds-where-to-put-money-as-markets-slump>
٧. Laurent Deville , A. Calamia and Fabrice Riva, Liquidity in European equity ETFs: What really matters? Bankers Markets & Investors: an academic & professional review, ٢٠١٣, pp. ٦٠-٧٣.
٨. Marco Avellaneda and Stanley Zhang, Path-Dependence of Leveraged ETF Returns, SIAM Journal of Financial Math, vol.١, July ٨, ٢٠١٠, pp. ٥٨٦-٦٠٣.
٩. Mariana Filipe Alexandre, Tracking error of Exchange-Traded Index Funds and their determinants: Evidence from the U.S. September ٢٠١٦.

١٠. Markus S. Broman, Liquidity, style investing, and excess comovement of Exchange-Traded Fund returns, Journal of Financial Markets, September ٢٠١٦, Vol. ٣٠, pp. ٢٧-٥٣
١١. Michael Grill et al, Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds, European Central Bank, Financial Stability Review, vol ٢, November ٢٠١٨.
١٢. Michaela Dorocáková, Comparison of ETF's performance related to the tracking error, Journal of International Studies, ٢٠١٧, ١٠(٤), ١٥٤-١٦٥.
١٣. Mitch Kosev and Thomas Williams, Exchange-traded Funds, Reserve Bank of Australia, Bulletin, March Quarter ٢٠١١.
١٤. Morningstar, Mind the Gap, December ١٢, ٢٠١٩
at <https://www.morningstar.com/lp/mind-the-gap>
١٥. Rodney N. Sullivan and James X. Xiong, How Index Trading Increases Market Vulnerability, Financial Analysts Journal, ٢٠١٢, Volume ٦٨, Issue ٢, p ٧٠-٨٥.
١٦. SEC, Investor Alerts and Bulletins, Leveraged and Inverse ETFs: Specialized Products with Extra Risks for Buy-and-Hold Investors, Aug. ١, ٢٠٠٩ at <https://www.sec.gov/investor/pubs/leveragedetfs-alert.htm>

١٧. SEC’s Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin, exchange-traded funds (“ETFs”), Investor Assistance (٨٠٠) ٧٣٢-٠٣٣٠, August ٢٠١٢.
١٨. The Investment Association, ETFs: A beginner’s Guide, November ٢٠١٨, London.
١٩. Tom Lauricella, Gold Mutual Funds vs. Gold ETFs: It Depends on the Goal, The Wall Street Journal, November ٢, ٢٠٠٩
٢٠. Toronto-Dominion Bank Asset Management, Keeping “track” of ETF performance, Investment Solutions, august ٢٠١٧.
٢١. Vanguard, ETF Strategies, ٢٠١٢ at https://neuserivercapital.com/wp-content/uploads/٢٠١٢/٠١/vanguard_-_etf_strategies.pdf
٢٢. WisdomTree Investments, How ETFs Work.at <https://www.wisdomtree.com/investments/etf-education/how-etfswork>.

D-Articles:

١. Aaron Levitt, The ٧ Different ETF Structures, ٢٠ April, ٢٠١٦ at <https://etfdb.com/portfolio-management/the-٧-different-etf-structures/>
٢. Adam Hayes, Currency ETF, Investopedia, June ١٠, ٢٠٢٢. At <https://www.investopedia.com/terms/c/currency-etf.asp>

٣. Andrea Riquier, What is a 'non-transparent' ETF, and why would anyone want to own one? January ٣١, ٢٠٢٠, Market Watch at <https://www.marketwatch.com/story/get-ready-for-a-new-flavor-of-etf-non-transparent-٢٠١٩-١١-١٥>
٤. Ben Hernandez, ٧ Types of ETF Structures, ١٧ January ٢٠١٩, at <https://www-etftrends-com/٧-types-etfstructures/>
٥. Ben Johnson, ETFs Have a Tax Advantage Over Mutual Funds, CFA, Feb ٨, ٢٠٢٢. <https://www.morningstar.com/articles/١٠٧٧١٠٦/etfs-have-a-tax-advantage-over-mutual-funds?>
٦. BlackRock, Different Types of ETFs, at <https://www.blackrock.com/sg/en/etfs-simplified/types-of-etfs>
٧. Cathy Pareto, Mutual Fund vs. ETF: What's the Difference? Investopedia, August ٠٧, ٢٠٢٢ at <https://www.investopedia.com/articles/exchange-tradedfunds/٠٨/etf-mutual-fund-difference.asp#citation-١٣>
٨. Emily Norris, "Bond ETFs: A Viable Alternative, June ٢٤, ٢٠١٨, Investopedia, at <https://www.investopedia.com/investing/bond-etfs-viable-alternative/>
٩. ETFs trading guide, On ٥-٨-٢٠٢٢ at <https://capital.com/trade-etfs>

١٠. J.B. Maverick, Tax Efficiency Differences: ETFs vs. Mutual Funds, investopedia, January ١٢, ٢٠٢١ at <https://www.investopedia.com/articles/investing/٠٩٠٢١٥/comparing-etfs-vs-mutual-funds-tax-efficiency.asp>
١١. James Chen, Exchange-Traded Fund (ETF) Guide, investopedia, February ٢٦, ٢٠٢٢ at <https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>
١٢. James forjan, ETF Strategies, AnalystPrep, ٣٠Jul ٢٠٢١, at <https://analystprep.com/study-notes/cfa-level-٢/identify-and-describe-portfolio-uses-of-etfs/>
١٣. John Coumarios, ETFs Not Reflecting Net Asset Value is a Feature, Not a Bug, Barrons Feb. ٣, ٢٠٢٠. <https://www.barrons.com/articles/etfs-not-reflecting-net-asset-value-is-a-feature-not-a-bug-٥١٥٨٠٧٣٣٠٠٠>
١٤. John Edwards, How Vanguard Index Funds Work, investopedia, ٢٨ September ٢٠٢٢. At <https://www-investopedia-com.articles/investing/١١١٧١٥/how-vanguard-index-funds-work.asp?>
١٥. Justin Kuepper, Active vs. Passive ETFs: What's the Best Bet? Aug ١٧, ٢٠١٥ at <https://etfdb.com/news/٢٠١٥/٠٨/١٧/active-vs-passive-etfs-whats-the-best-bet/>

١٦. Mark Story, How to tap in to the tax efficiency of ETFs, ٠٩ Jun ٢٠٢٢, Market Index. At <https://www.marketindex.com.au/news/how-to-tap-into-the-tax-efficiency-of-etfs>
١٧. Paige Corbin, What Makes ETFs Tax Efficient?" April ٢٧, ٢٠١٧, at <https://www.barrons.com/articles/sponsored/what-makes-etfs-tax-efficient-١٤٩٣٢٢٣٥٢٦>
١٨. Why Are ETFs So Tax Efficient? <https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/why-are-etfs-so-tax-efficient?Nopaging=١on٢٤-١٠-٢٠٢٢>.

E- Electronic sites:

١. https://en.wikipedia.org/wiki/Exchange-traded_fund
٢. <https://etfdb.com/compare/market-cap/>
٣. <https://www.statista.com/statistics/٢٧٨٢٤٩/global-number-of-etfs->
٤. <https://www.pssinvest.com/education/etfmarketbasic/>
٥. <https://www.vanguard.ca/en/advisor/advisor-support/featured-group/management/potential-benefits-of-indexing>
٦. <https://www.vanguard.ca/en/investor/learn/featured-group/management/how-index-etfs-track-their-benchmarks>