

نشرة تثقيفية



سوق فلسطين للأوراق المالية  
Palestine Securities Exchange

# صناديق المؤشرات المتداولة Exchange Traded Funds (ETF)

برنامج التوعية الاستثمارية  
كانون الثاني 2009

# صناديق المؤشرات المتداولة (ETF)

صناديق المؤشرات المتداولة (Exchange Traded Funds (ETF)، أداة استثمارية مستحدثة، وهي صناديق استثمارية مفتوحة تشع وتطفئ الوحدات الاستثمارية باستمرار. تتمثل أصول هذه الصناديق بمحفظة استثمارية تتشكل من مجموعة الأوراق المالية المكونة لمؤشر معين قائم مثل: مؤشر داو جونز أو ستاندرد أند بورز، أو مؤشر يتم إنشاؤه من قبل صندوق الاستثمار نفسه، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية جذابة بالنسبة للمستثمر الذي يميل إلى الابتعاد عن المخاطر، كونها تتبع مؤشراً مؤلفاً من رزمة متنوعة من نخبة من الأوراق المالية ذات الاداء الممتاز التي يبحث عنها المستثمر الرشيد.

عرفت هذه الصناديق في بداية تسعينيات القرن الماضي في كندا والولايات المتحدة الأمريكية، وانتشرت لاحقاً في بعض دول أوروبا مثل: ألمانيا والمجتراتا وفرنسا والسويد، ومن ثم في دول آسيا كاليابان وهونغ كونغ وتايلند، وكذلك في جنوب إفريقيا، وهناك توجه للتعامل بهذه الأداة الاستثمارية لدى كل من: سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية والبورصة المصرية.

## مزايا متعددة

**3** **السعر**  
**السوقي**  
**ليس**  
**بالضرورة**  
**أن يطابق**  
**قيمة**  
**NAV**

قد يرتفع سعر هذه الأداة الاستثمارية أو يهبط عن قيمة صافي الأصول (Net Asset Value - NAV) للوحدة الاستثمارية نظراً لارتفاع المؤشر، أو انخفاضه الذي تتبعه هذه الصناديق، بخلاف الصناديق التقليدية التي يتطابق سعر وحداتها الاستثمارية مع صافي قيمة الأصول للوحدة الواحدة.

**4** **التنوع**

يؤدي التنوع إلى انخفاض التكلفة على المستثمر من خلال الاستثمار في رزمة من الشركات المتميزة بوحدة استثمارية واحدة لا تحتاج إلى مبلغ كبير من المال.

**5** **إنخفاض**  
**التكاليف**  
**الإدارية**

تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بانخفاض تكاليفها الإدارية التي تتراوح من 0.1% إلى 0.99% مقارنة مع التكاليف الإدارية لصناديق الاستثمار التقليدية التي تتراوح من

**1** **تداول**  
**في**  
**البورصة**  
**وبتسعير**  
**نحطي**

تمتاز هذه الصناديق عن صناديق الاستثمار التقليدية بأن الوحدات المصدرة منها قابلة للتداول في السوق النظامي طوال جلسة التداول، وتعامل مثل أي سهم آخر، وتتحدد أسعارها بشكل لحظي تبعاً لقوى العرض والطلب، بخلاف صناديق الاستثمار التقليدية (Mutual Funds) التي لا يتم تداولها بهذا الشكل حيث يتحدد سعرها فقط في نهاية يوم التداول.

**2** **مخاطر**  
**منخفضة**

تتصف صناديق المؤشرات المتداولة، بحجم مخاطرة أقل للمستثمر، حيث تنوع الاستثمار على جميع الأوراق المالية المكونة للمؤشر، ناهيك عن ميزة التنوع الناتجة عن إصدار وحدات ETF القائمة على مؤشرات مؤلفة من سلة من الأوراق المالية أو سندات القرض أو السلع والمعادن أو أدوات السوق النقدي.

**8** من الممكن شراء أي عدد من ETF حتى لو كان ETF واحد فقط .  
لا قيود على صغار المستثمرين

**9** كما يمكن بيعها على المكشوف ما يمكن المستثمر من جني الأرباح عبر المراجعة السعرية، وكذلك يمكن شرائها باستخدام الهامش .  
تباع بالمكشوف وتشتري بالهامش

**10** ليس من الضروري أن يتابع المستثمر الأداء المالي والإداري لكل شركة مدرجة بالمؤشر حيث أن تشكيل ETFs هو انعكاس للسوق ( حسب نوع المؤشر)، وهذا يسهل قرار الاستثمار .  
المتاجرة لا تحتاج الى خبرة

1% إلى 3% . نظرا لتداول الصناديق كأى ورقة مالية في السوق النظامي فهي تمتاز بالشفافية المستمدة من تحديد سعرها من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشر صافي قيمة الأصول لوحدات ال ETF ”بشكل دوري“ يوميا وفي كل لحظة .

تخضع لقواعد التداول والتسوية شأنها في ذلك شأن أي ورقة مالية .

**6** تخضع لقواعد التسوية

تتصف بالسيولة العالية التي تتيح للمستثمر تداولها في البورصة أو القيام بإطوائها من قبل الأشخاص المخولين أو صناع السوق لدى المصدر واستعادة أوراقهم المالية المكونة لها .

**7** سيولة عالية

## مستويات التعامل في ETF

### مستوى السوق الأولي:

- المشاركون في هذا المستوى: الشركة المصدرة، صانع السوق، المؤسسات الاستثمارية.
- النشاط الأساسي في هذا المستوى يتبلور في قيام الشركة المصدرة بإنشاء وإطفاء وحدات ETF من خلال صانع السوق، التي تقوم بتسليم الأوراق المالية المكونة للمؤشر مقابل إصدار وحدات ETF وكذلك الحالة في حالة الإطفاء حيث تقوم بتسليم الأوراق المالية، ويتم إصدار رزم نمطية من وحدات ETF بمقدار (50) أو (100) ألف وحدة ETF لكل رزمة ومضاعفاتها.
- تقوم المؤسسات الاستثمارية في هذا السوق بنشاط الاكتتاب والإطفاء بالجملة لوحدة ETF من خلال صانع السوق، وذلك بغرض بيع وحدات ETF بالمفرق في السوق النظامي (البورصة) للمستثمرين الأفراد.

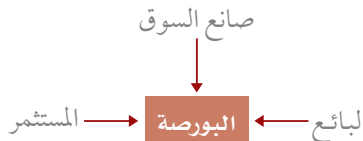
### مستوى السوق الأولي



### مستوى السوق الثانوي:

- المشاركون في هذا المستوى: البورصة، الوسطاء، صانع السوق، المستثمرون.
- يتم في هذا المستوى تداول وحدات ETF في البورصة بتسعير لحظي، حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع وحدات ETF بكميات يصل حدها الأدنى إلى (100) وحدة، حيث يتم ضخ هذه الوحدات في البورصة من خلال المؤسسات الاستثمارية.

### مستوى السوق الثانوي



## إنشاء الوحدات ETF Creation

- يقوم مستثمرون مؤسساتيون Institutional Investors أو صناع السوق Market Makers أو كبار المستثمرين ، ويطلق عليهم تسمية «الأشخاص المخولون» Authorized Participants أو APs بإنشاء محفظه من عدد كبير من الأسهم أو الأوراق المالية المكونة لمؤشر معين، وتسليمها لمدير الصندوق حيث تودع عند الحافظ الأمين Custodian مقابل حصولهم على رزم قياسية من وحدات ETF تسمى وحدات التكوين Creation Units، ويكون هذا بالسوق الأولي Primary Market .
- تحتوي وحدة التكوين الواحد Creation Unit على عشرات أو مئات الآلاف من وحدات (أسهم) ETF المفردة، فعلى سبيل المثال يُستخدم في صناديق NASDAQ-100 عدد 50,000 سهم أو مضاعفاتها.
- إن عملية تكوين الوحدات وإعادة شراءها تكون للأسهم أو الأوراق المالية الموجودة في المؤشر ذي العلاقة فقط .

## العلاقة بين صافي قيمة الأصول لوحدة ال ETF وسعر الوحدة

- كل ETF له قيمتان وهما صافي قيمة الأصول (Net Asset Value - NAV) وسعر التداول .
- قيمة (NAV) (صافي قيمة الأصول) مأخوذة من قيمة الأوراق المالية الموجودة بالمحفظة، بالإضافة إلى الأصول التي قام الصندوق بالاستثمار بها إن وجدت .
- يعتمد سعر التداول لصندوق ETF على عوامل العرض والطلب في السوق المالي كما هو الحال في الأسهم العادية .
- من المهم الحفاظ على سعر تداول للصندوق يقترب جداً من صافي قيمة الأصول (NAV) .
- يتم الحفاظ على سعر تداول يقترب من أو يساوي صافي قيمة الأصول من خلال الدور الذي يلعبه صانع السوق وعملية المراجعة السعرية كما هو موضح في الشكل الذي يمثل المراجعة السعرية .

## دور صانع السوق

ETF جديدة (Creation) من خلال المصدر، وبالتالي فهو يحقق الربح الناتج عن الفرق بين القيمتين، ويسهم بشكل كبير في استقرار الطلب على وحدات ال ETF من خلال زيادة العرض الناتج عن قيامه بإنشاء وحدات إضافية، وبالمقابل إذا كانت وحدات ETF تتداول بسعر أقل من قيمة NAV لها، فإن صانع السوق يقوم بشراء هذه الوحدات عن طريق مبادلتها بالأوراق المالية المكونة للمؤشر وذلك من خلال إطفائها (Redemption)، وبذلك يزيد الطلب على هذه الوحدات جراء تخفيض المعروض منها .

يتعين على صندوق الاستثمار توقيع اتفاقية مع صانع سوق واحد على الأقل، الذي سيتحمل بدوره مسؤولية خلق السيولة على وحدات ETF المصدرية وبالتالي تحمل المخاطرة. ويلعب دوراً رئيساً في تحديد أسعار وحدات ETF، فقد يتم تداول وحدات ETF في البورصة بسعر قريب جداً من قيمة NAV له، فإذا كانت وحدات ETF تتداول على سعر (مثلاً \$13.55) أعلى من قيمة NAV لها (مثلاً \$13.5)، فإن صانع السوق سيقوم بشراء الأوراق المالية المكونة للمؤشر بقيمة NAV ويعادلها بوحدات ال ETF المسعرة بأكثر من قيمة NAV وذلك من خلال إنشاء وحدات

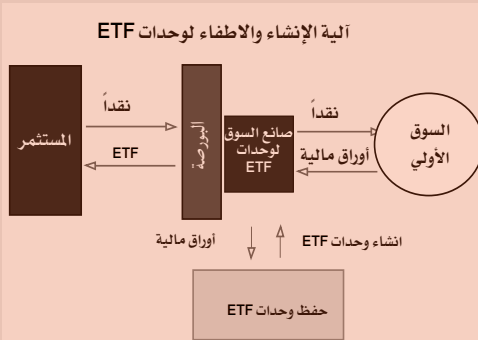
## الإطفاء Redemptions

إن عملية إعادة الشراء (الاطفاء) Redemption تتم بنفس الطريقة ولكن بالعكس، أي أن الوسطاء يقومون بشراء عدد كاف من أسهم ETF من المستثمرين الأفراد حتى يتم إنشاء وحدة تكوين، يقومون بعدها بمبادلة وحدات التكوين عن طريق صانع السوق مقابل سلة من الأسهم ويطبق على هذه العملية التبادل المثلي In Kind Contribution.

عندما يرغب المستثمر ببيع ما يملكه من وحدات ETF فان بإمكانه القيام بذلك باستخدام إحدى الطريقتين الآتيتين:

الأولى: ويلجأ لها عادة صغار المستثمرين، حيث يقومون ببيع رزم وحدات صغيرة من ال ETF (تتألف الرزمة من 100 وحدة عادة) من خلال البورصة مباشرة.

الثانية: يلجأ الى هذه الطريقة المستثمرين المؤسساتيين أو الاشخاص المخولين أو الوسطاء، كون التعامل بهذه الطريقة يحتاج الى استثمار كبير يفوق قدرة المستثمر الصغير، وذلك من خلال جمع وحدات ETF كافية لتشكيل رزمة (Creation Unit) ومن ثم مبادلة هذه الرزمة بالأوراق المالية المكونة لها من خلال صانع السوق الذي يتولى هذه المهمة عادة وتسمى بالاطفاء.



يقوم بعض الأشخاص المخولين Authorized Participants أو APs بالاحتفاظ بوحدات التكوين في محافظهم، في حين يقوم آخرون خاصة الوسطاء بتقسيم وحدات التكوين إلى أسهم فردية من ETF ليقوموا ببيعها في السوق الثانوية مثل الأسهم العادية.

يقوم المستثمر الفرد العادي بتداول أسهم ETF في السوق المالي مع مستثمرين أفراد عاديين أو مع مستثمرين مؤسساتيين.

يتم باستمرار إنشاء وحدات شراء بالاعتماد على حجم الطلب من المستثمرين.

من الممكن ووفق شروط معينة الإكتتاب بالوحدات وإعادة شرائها مقابل النقد فقط بدلا من تسليم الأوراق المالية المكونة لهذه الوحدات.

سعر الإكتتاب في وحدة التكوين Subscription price for each creation unit هو مجموع القيمة اليومية لصادفي قيمة الأصول (NAV) لكل سهم موجود بوحدة التكوين.

على مدير الصندوق نشر صافي قيمة الأصول NAV بشكل دوري يوميا وفي كل لحظة.

يتم تسجيل كافة عمليات البيع والشراء ونقل الملكية في مركز الإيداع والتحويل والتسوية CDS.

بشكل عام، يجب أن تكون أسهم الصندوق صادرة بيئة خالية من الشهادات الورقية Dematerialized.

## المراجحة السعرية Arbitrage

يتحركون بالشراء او البيع لغرض تحقيق الربح اثناء اعادة التوازن لسعر الوحدة، وذلك كما يأتي:

**نفترض ان ETF يتكون فقط من ورقتين ماليتين:**

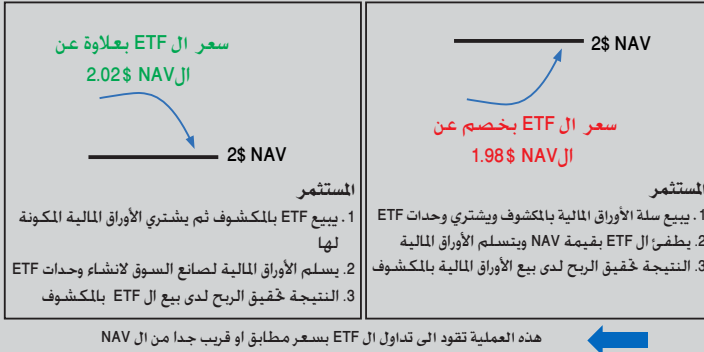
- اذا كانت الاوراق المالية المكونة لوحدة ال ETF تتداول بسعر أقل من سعر وحدة ال ETF، يتجه المراجحون الى شراء هذه الاوراق المالية في السوق ويقومون بإنشاء وحدات ETF مقابلة لها ومن ثم يبيعون هذه الوحدات في السوق لتحقيق الربح.
- بالمقابل اذا كانت الأوراق المالية المكونة لوحدة ال ETF تتداول بسعر أعلى من سعر وحدة ال ETF، يتجه المراجحون الى شراء وحدات ال ETF في السوق ويقومون باطفائها من اجل الحصول على الأوراق المالية المكونة لها، ومن ثم يقومون ببيع هذه الاوراق في السوق من اجل تحقيق الربح.

من خلال هاتين الحالتين فان المراجحين يلعبون دوراً رئيسياً في اعادة التوازن في العرض والطلب على وحدات ال ETF بالطريقة التي تحقق التصحيح في سعر هذه الوحدات لتتوازن مع سعر وقيمة الاوراق المالية المكونة لها والتي يعلن عنها صندوق الاستثمار يومياً من خلال ما يسمى صافي قيمة الأصول (NAV) للأوراق المالية المكونة لهذه الوحدات .

- ورقة مالية "أ" قيمتها 1 دولار
  - ورقة مالية "ب" قيمتها ايضا 1 دولار
- في هذا المثال فان المستثمر يتوقع ان يتم تداول الوحدة الواحدة من ETF ب 2 دولار، الا ان هذا يعتبر افتراضاً عقلانياً لا يتفق بالضرورة مع ما يحصل فعليا، فمن الممكن ان يتم تداول الوحدة الواحدة من ال ETF ب 2.02 دولار، أو 1.98 دولار او أي قيمة أخرى .

اذا تم تداول وحدة ال ETF ب 2.02 دولار فان المشتري قد دفع سعراً يفوق مجموع اسعار الورقتين الماليتين أ، ب، وهنا قد يبدو هذا السيناريو خطيراً بالنسبة للمشتري، لكن في الواقع فان ذلك لا يعتبر مشكلة، لأن سعر تداول ال ETF يلعب دوراً من خلال المراجحة السعرية في تحقيق التوازن، فكما يحصل في صناديق الاستثمار التقليدية، يقوم مدير صندوق ال ETF بالاعلان يومياً في نهاية التداول عن سعر الأوراق المالية (أ، ب) المكونة لوحدات ال ETF، فعندما يكون هناك انحراف لسعر وحدة ال ETF عن سعر الأوراق المالية المكونة لها، فان المراجحين

المراجحة فرصة المستثمر لتحقيق العائد، وتلعب دوراً رئيسياً في قيادة سعر ال ETF ليتوازن مع ال NAV



## دور مركز الايداع والتحويل

يتولى مركز الإيداع في هذه الحالة عملية التزويد والتبادل لهذه الوحدات الاستثمارية لصانع السوق بضمنان الأوراق المالية المودعة لديه، وتقوم عملية التبادل ما بين مركز الإيداع وصانع السوق على التبادل المثلي In Kind Contribution حيث يقوم بموجها صانع السوق بتزويد مركز الإيداع بالأوراق المالية مقابل قيام مركز الإيداع والتحويل بتسليمه رزم وحدات ال ETF، وبمجرد قيام صانع السوق بتسلم هذه الرزم يشترع بدوره ببيع وحدات ال ETF لجمهور المستثمرين من خلال السوق النظامي (البورصة)، بحيث يكون الحد الأدنى لتداول الوحدات عادة 100 وحدة.

سوق فلسطين للأوراق المالية  
Palestine Securities Exchange



مكتب تمثيل السوق-رام الله:

عمارة الجميل سنتر، شارع الإرسال

البيزة، فلسطين

هاتف: 2 2403903 (970)

فاكس: 2 2403902 (970)

المقر الرئيسي:

شارع السوق المالي، رفيديا، نابلس

ص. ب. (128)، نابلس، فلسطين

هاتف: 9 2345555 (970)

فاكس: 9 2341341 (970)

[www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)