

صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية - حالة سوق الأسهم السعودي -
Investment Funds and Their Role in Financial Markets
-The State of the Saudi Stock Market-

عطية حليلة¹، بن سماعيل حياة²

¹ جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، halima0740@yahoo.com

² جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، Hayette.bensmaine@gmail.com

تاريخ النشر: 2020-05-21

تاريخ القبول: 2020-05-21

تاريخ الاستلام: 2019-02-25

ملخص:

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحالي، إذ لا يكاد يخلو أي سوق مالي من هذه الأداة الاستثمارية، وهي أداة تتمتع بمزايا متعددة تؤهلها للهيمنة على نشاط السوق المحلي والأسواق الأخرى لكونها وسيلة آمنة ومؤثرة في نقل رؤوس الأموال بين أسواق المال في العالم.

وفي إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء ومواكبة الأسواق المالية العالمية في استخدام الأدوات المالية الحديثة ظهرت فكرة إنشاء صناديق الاستثمار، فأنشأت المملكة العربية السعودية أول صندوق استثماري على مستوى الدول العربية في عام 1979، ونجحت المملكة في هذه التجربة ليلعب عدد الصناديق الاستثمارية فيها 273 صندوق في عام 2017 حيث امتازت هذه الصناديق بتنوعها وشمولها، وفي هذا السياق تم طرح اشكالية هذه الورقة والتي تمحورت في الكشف عن أثر نشاط صناديق الاستثمار وتداولها على أداء سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2006-2017).

كلمات مفتاحية: سوق المال، صناديق الاستثمار، الكفاءة السوقية، تداول.

تصنيف JEL: E44, D53, O16

Abstract:

Investment funds are one of the most important forms of savings mobilization at the present time, There is almost no financial market in this instrument, a tool with multiple advantages that dominates the activity of the local market and other markets because it is a safe and effective means of transferring capital among the world's financial markets.

In the context of satisfying the wishes of investors and savers alike and keeping abreast of the global financial markets in the use of modern financial instruments, the idea of establishing investment funds emerged. Saudi Arabia established the first investment fund in the Arab countries in 1979. The Kingdom succeeded in this experiment to reach the number of investment funds in which 273 funds in 2017, where the excellence of these instruments varied and inclusive, the paper discussed the problem of investment funds and their circulation on the performance of the Saudi stock market during the period (2006-2017).

Keywords: stock market, investment funds, market efficiency, trading.

JEL Classification: E44, D53, O16

1. مقدمة:

تعد صناديق الاستثمار من الوسائل الحديثة في الأسواق المالية فهي أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المالية المتاحة وعدم قدرة الأفراد على إدارة استثماراتهم بشكل منفرد والتي قد تعود عليهم بخسائر جسيمة، وقد انتشرت صناعتها بشكل كبير في الأسواق المالية لما تقدمه من مزايا عديدة لمستثمريها بالمقارنة مع الاستثمار المباشر، وقد تأثرت تلك الصناديق وظهرت الكثير من الانتقادات لآدائها، والتي أدت إلى ظهور العديد من المتطلبات المتعلقة بها، من حيث اختيار المدير ذو الكفاءة والخبرة الجيدة، أو اختيار نوع الأوراق المالية المستثمرة في الصندوق، وطرق الإفصاح وإظهار المعلومات المتعلقة بالصندوق، وحماية حقوق حملة الوثائق، فكان لابد من وجود نظام لمراقبة آلية عمل تلك الصناديق وذلك حرصاً على المحافظة على أموال المستثمرين والتقليل من المخاطر. وكانت السعودية هي الأسبق عربياً في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية العام 1993.

إن ازدياد عدد صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق المال السعودي وجذبها للمدخرات استدعى وجود أنظمة وقوانين تضبط عمل هذه الصناديق فطرح هيئة السوق المالي لائحة صناديق الاستثمار عام 2006 بقرار رقم 1-212-2006 وألزمت بها جميع الشركات، ولكن حدوث الانهيارات المالية العالمية التي حدثت أثرت على آدائها وانعكس هذا بالانسحاب الكبير لحملة الوثائق من صناديقهم لذلك كان لابد من إيجاد قواعد جديدة تحكم عمل صناديق الاستثمار السعودية وتضمن لحملة الوثائق حماية أموالهم.

1.1 إشكالية البحث: وفي ظل هذه المتغيرات قمنا بطرح إشكالية الورقة البحثية بالصيغة الموالية:

ما هو دور صناديق الاستثمار في تفعيل ورفع فعالية وآداء سوق المال عموماً وسوق الأسهم السعودي تحديداً؟

2.1 أسئلة البحث: ويتفرع من السؤال الرئيسي السابق اسئلة جانبية نوردتها كالاتي:

➤ إلى أي مدى تنعكس كفاءة أسواق المال على التطور الاقتصادي للدول؟

➤ هل لصناديق الاستثمار نفس الأهمية والدور الذي تلعبه باقي صيغ الاستثمار في الاقتصاد العالمي؟

➤ هل هناك فرق بين الاستثمار المباشر والاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية في سوق الأسهم السعودي؟

➤ هل سيؤدي وجود صناديق الاستثمار إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

3.1 فرضيات البحث: وللإجابة على الاشكالية العامة والأسئلة الفرعية ارتأينا اعتماد على الفروض التالية:

➤ لعل من أهم الوظائف الأساسية للسوق المالي الكفء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها ويمثل ذلك من عامل جذب للمستثمرين، ويظهر أثرها على التطور الاقتصادي للدول من خلال قدرتها على تحليل البيانات المعلومات المتدفقة إلى

هذه الأسواق وبالتالي تحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية لتمويل مختلف مشاريع الاقتصاد القومي.

➤ بالرغم من حداثة صناديق الاستثمار فان لها دور بارز في الاقتصاد الراهن وكغيرها من صيغ الاستثمار الأخرى.

➤ يوجد فرق بين الاستثمار المباشر والاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية في سوق الأسهم السعودي.

➤ يساهم وجود صناديق الاستثمار في ضمان مصداقية الإفصاح عن المعلومات ذات الفائدة لذوي الاختصاص من المتعاملين والمهتمين بشؤون المال والاستثمار وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين بالبورصة وهو ما يقود إلى زيادة عدد الشركات المدرجة فيها.

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية للورقة البحثية تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث نقاط أساسية كما يأتي بيانه:

2. الملامح الرئيسية للأسواق المالية:

1.2 مفهوم الأسواق المالية ومراحل نشأتها: يذكر التاريخ الاقتصادي أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عرفت في أوروبا، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أنها تصب في نفس المعنى.

1.1.2 مفهوم الأسواق المالية

1- عرفت على أنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية".

ولكن المفهوم الحديث للسوق المالي تجاوز فكرة المكان أو الحيز، إذ أصبح يعتمد في تعريفها على تنفيذ الصفقة مهما كان الأمر سواء عن طريق الشبكات مثل الانترنت أو الاتصال... الخ، فإذا تمت الصفقة يتولد السوق.¹

2- في حين عرفها عباس كاظم الدعيمي بأنها: "سوق مستمرة وثابتة المكان، الذي تقام فيه مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل بالأوراق المالية وفقا لنظام ثابت ولوائح محددة، وتتسم الأسواق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب والعرض شأنه في ذلك شأن أية سلعة أخرى".²

وبناء على التعريفات الأنفة الذكر يرى الباحثان أن السوق المالي عبارة عن الإطار الذي يتم من خلاله تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة توزيعه في أوجه النشاط التي تدر عائدا أكبر، وفي ذات الوقت تؤمن للمشروعات احتياجاتها من السيولة وبالشكل الذي يؤدي من خلال تفاعلها إلى تحديد الأسعار العادلة للأصول المالية السابقة.

2.1.2 نشأة الأسواق المالية وتطورها: يمكن القول أن فكرة الأسواق ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول وهي:³

المرحلة الأولى: وهي المرحلة التي تمثل بدايات تطور الأسواق المالية والتي تضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصرافة وارتبط وجودهم بتحقيق ارتفاع نسبي في الدخل، والتي نجم عنها توسيع في حجم الاستثمارات التي يستدعي توجيهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لها.

المرحلة الثانية: وتميزت ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، حيث قامت البنوك التجارية في هذه المرحلة بعملها التقليدي وازداد قبولها لخصم الكمبيالات والأوراق التجارية، وازداد دورها في الائتمان طبقا للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، كما حاولت جعل نشاطها دوليا غير أنها لم تستطع منح قروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.⁴

المرحلة الثالثة: وفيها ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية)، والتي قامت بإصدار سندات متوسطة وطويلة أجل لتلبية احتياجات المشروعات التي تنوعت واتسعت من حيث الحجم والعدد.⁵

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي البورصات، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.⁶

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي في داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.⁷

2.2 الوظائف الرئيسية للأسواق المالية: لقد لخص الاقتصاديون الأهمية الكبيرة للأسواق المالية في حياتنا اليومية وما تقدمه للاقتصاد في سبعة وظائف رئيسية:

1.2.2 تعبئة الادخارات: تكمن في تنظيم الأسواق المالية اللقاء بين مالكي القواعد المالية، أي المدخرين، وأولئك الذين يبحثون عن تلك القواعد ويطلبونها، خاصة المؤسسات الدولية والتنظيمات العمومية، وهي بتوجيهها تدفق الادخار المتوفر والذي يرغب حائزه في رفع قيمته، فإنها تولد إمكانية إصدار قروض ورؤوس أموال للمؤسسات التي تبحث عن التوسع والاستثمار.⁸ ومن جهة أخرى تساعد الأسواق المالية على زيادة المدخرات الوطنية من خلال توفير الأدوات المالية اللازمة كالأسهم والسندات والودائع وشهادات الادخار... الخ، وبالتالي فإنها تزود المدخرات القومية بمنافذ مربحة وذات مخاطر منخفضة.⁹ ويتم هذا النوع من التمويل إما بدون وساطة، أو يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار وسماسرة الأوراق المالية.

2.2.2 مخزن للثروة: تعتبر الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية وسيلة جيدة لتخزين الثروة للأفراد والشركات والذين يرغبون في الادخار وتخزين أموالهم لحين احتياجهم لها للإنفاق في المستقبل، وهذه الأدوات تعتبر أفضل من الموجودات الثابتة الأخرى لثلاثة أسباب: أنها تدر على حاملها دخلا، ولا يوجد عليها اهتلاك نتيجة للتقدم، كما أنه يمكن تحويلها إلى سيولة بسهولة ويسر من خلال الأسواق المالية، وبالتالي فإن مخاطرها تكون أقل مقارنة بالموجودات الأخرى.¹⁰

وتقوم الأسواق المالية بدور مخزن للثروة طالما أن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير منها الربح والأمان لضمان زيادة الثروة، فالأدوات المالية السابقة تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقدياً يساوي قيمة الثروة (W) مضروباً في نسبة العائد عليها (r) كما يلي: $y = W.r$

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار، إذ يشكل الادخار عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية أي أن: $y = S + C$ ¹¹

3.2.2 توفير السيولة: مثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها، فإنها في ذات الوقت توفر الفرصة لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى أموال يمكن استثمارها إذا ما كانت السوق كفوّة ومتطورة، وهكذا فإن السوق المالية توفر للمدخرين فرصتين هما فرصة الحصول على السيولة وفرصة العائد في آن واحد.¹²

4.2.2 تحويل الخطر وتحويل الانتظار: وتعني توفير الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات والمساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية متنوعة بقطاعات مختلفة مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، فضلاً عن توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير خدمات التأمين على الحياة والصحة والممتلكات، أو من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية وشرائط لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات وكذا أسعار السلع والخدمات نفسها والتي يطلق عليها عملية التحوط.¹³

5.2.2 العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية: ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فالبورصة يجب أن لا توفر فرصاً للتسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته وبالتالي فإن للسوق دور في تحقيق عدالة الأسعار من

خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتجميعها في مكان واحد استنادا لما تملكه الأسواق المالية من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم البعض واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة، فعملية البيع والشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية نتيجة لتوافر شروط السوق الكاملة بها، وكذا تطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب.¹⁴

6.2.2 تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية: تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العملية في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه جمع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأصول السائلة المتداولة، ضف إلى ذلك أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبؤ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.

3.2. كفاءة الأسواق المالية.

1.3.2 مفهوم كفاءة السوق: تعرف الكفاءة السوقية على أنها تلك السوق التي تستجيب فيها كافة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة كل المعلومات والبيانات المحاسبة وغير المحاسبة فور الإفصاح عنها، ويكون من شأنها صياغة المتعاملين لقراراتهم الاستثمارية لتغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للورقة المالية.¹⁶ ولكي تتحقق كفاءة السوق لابد من توافر الشروط التالية:¹⁷

- اتصاف المستثمرين بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذا السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

2.3.2 متطلبات الكفاءة السوقية: حتى تحقق سوق الأوراق المالية والمتمثل في التخصيص الكفء والتوجيه الفعال للموارد المالية المتاحة، فإن الأمر يتطلب توفر سمتين أساسيتين هما:

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة بذلك يصح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.¹⁸

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلى أنه غير مستحيل للأسباب التالية:¹⁹

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة، وهذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
- قد يستطيع بعض الأفراد استخدام وسائل خاصة للحصول على معلومات قبل غيرهم لتحقيق أرباح غير عادية لكن هذا يحدث لمرات معدودة؛ وهذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا دائما على المعلومات ويحققوا بها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لمعظم المتعاملين.

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وتعني مدى قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكاليف عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه؛ وكما يبدو فإن

كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل،²⁰ فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت التكلفة مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطيتها.²¹

3. الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار، ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن تحققه للمستثمرين.

1.3 مفهوم صناديق الاستثمار: اختلفت التعاريف لصناديق الاستثمار فقد يكون:

- عبارة عن وعاء مالي لتجميع وإدارة أموال المستثمرين المتعددين، حيث يقدم المستثمرين أموالهم للإدارات المحترفة والتي بدورها تعمل على استثمارها في الأوراق المالية لتحقيق الكسب لجميع الأطراف.²²

- كما عرّفها منير إبراهيم هندي بأنها: تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية متناهية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المرتقبين، أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرين الذين تتوافر لديهم الإمكانيات المالية الكافية ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة، أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة.²³

نستنتج من التعريفين السابقين أن صناديق الاستثمار في عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم، ثم استثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وذلك من خلال جهة لديها الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين والمستثمرين والاقتصاد القومي ككل.

2.3. نشأة صناديق الاستثمار: تعتبر فكرة صناديق الاستثمار فكرة قديمة جداً مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما وصلت إليه الآن، كما ذكرت كتب التاريخ فإن المصريين القدماء والفينيقيين اعتادوا بيع أجزاء من مراكبهم وعرباتهم حتى يقللوا المخاطر على المالكين الأفراد، وفي العصور الحديثة ظهرت صناديق الاستثمار وتطورت مما مكنتها من الاستحواذ على نسبة كبيرة من مدخرات المستثمرين²⁴ وسوف نتعرض فيما يلي لهذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها عالمياً وعربياً وإسلامياً.

1- نشأة صناديق الاستثمار الدولية: لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السابقة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى اسكتلندا حيث تم ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870، وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار لمعرفة محترفين بالبورصة.

ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت شكل الصناديق ذات الرأس مال المتغير، وازدهرت صناديق الاستثمار ونمت في الولايات "open- end fund" المفتوحة الأمريكية بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية، مما أدى انتشارها بالولايات المتحدة الأمريكية إلى قيام الحكومة الأمريكية بإصدار القانون الذي ينظم عملها عام 1940 company "the Investment ACT" بلغت عددها في يونيو عام 1974، 352 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار، وفي مدة تقل عن عشرين عاماً زاد عدد الصناديق أكثر من 50%، وزادت استثمارات هذه الصناديق أكثر من 1250% بل زادت عن ذلك بكثير مع دخول عصر العولمة.

وتوصلت دراسة ثالثة إلى أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم investment trust وكان أول صندوق هو: Foreignand colonial government investment trust ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم. وتؤكد دراسة رابعة على أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في اسكتلندا عام 1870 في شكلها المغلق، ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 في الشكل المفتوح وليس عام 1924 كما أشارت الدراسة الأولى، وتم تقنين عملها بصور عدة قوانين أمريكية عام 1933 لتنظيم التعامل في الأوراق المالية بشكل عام، ثم عام 1940 لتنظيم عمل شركات الاستثمار بشكل خاص، وتم تعديل هذا القانون عام 1970 لحماية المستثمرين.

ثم أنشئ معهد شركات الاستثمار لنشر المعلومات والإحصائيات الخاصة بعمل الصناديق الأمر الذي ساعد على ازدهارها وانتشارها بالولايات المتحدة، حتى بلغ عددها عام 1947 حوالي 352 صندوقاً ثم ارتفع لأكثر من 5000 صندوقاً عام 1994، ثم تأسس أول صندوق في بريطانيا عام 1931 وتطورت الصناديق إلى الشكل المفتوح عام 1966، وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام 1945 بينما في ألمانيا عام 1950، وتلي ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان، وساعد على انتشارها في أوروبا صدور القانون الأوروبي الموحد عام 1985 الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الإتحاد الأوروبي كلها بداية من سبتمبر عام 1989.

وترى دراسة خامسة أن صناديق الاستثمار نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929 وكانت حوالي 29 صندوقاً بأصول لا تزيد عن 200 مليون دولار، ثم ارتفعت إلى 25 بليون دولار عام 1980 بمشاركة 6% من الشعب الأمريكي، وقفزت بعد ذلك إلى تريليون دولار بمساهمة 25% من الشعب الأمريكي عام 1990.

ومن هنا تؤكد الدراسات السابقة استمرار الجدل بين الباحثين حول مكان ظهور أول صندوق استثمار والتاريخ الذي تأسس فيه وذلك على المستوى العالمي.

2- نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية: على الصعيد العربي، كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً أي في بداية عام 1993 واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية²⁵، أما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها وجاءت الكويت كثنائي دولة عربية بعد السعودية في خوض التجربة، إذ بدأت تجربتها عام 1985 ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، تلتها لبنان عام 1996، والأردن عام 1997.²⁶

3.3. أنواع صناديق الاستثمار: هناك أنواع عدة لصناديق الاستثمار تشكلت نتيجة نمو الصناديق واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغبتهم، وعموماً يمكن تصنيف صناديق الاستثمار على حسب المعايير الآتية:

1.3.3- حسب معيار الهيكل التمويلي: تصنف صناديق الاستثمار من حيث الهيكل التمويلي لها إلى نوعين رئيسيين هما:

1- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: تعرف صناديق الاستثمار المغلقة بأنها شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق ثابت ومحدد، وأن هذه الوثائق تباع وتشترى من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية²⁷، وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز للملكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها.²⁸

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الآتي:²⁹

- ثبات عدد الوحدات المصدرة نتيجة ثبات رأس مالها.
- لا يقبل الصندوق استرداد قيمة وثائق الاستثمار ولكن يسمح بتداولها في الأسواق المالية الثانوية.
- يتم توزيع الأرباح على المستثمرين بانتهاء مدة الصندوق.
- إمكانية تحويلها إلى صناديق مفتوحة بعد فترة زمنية معينة.
- إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

2- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: ويغلب اصطلاح الصندوق المشترك على هذا الصندوق، وكما هو واضح من

التسمية فإن حجم رأس مال الصندوق المفتوح أو الأموال المستثمرة فيه لا يكون ثابتاً كما، إذ يجوز لإدارة الصندوق إصدار وبيع المزيد من الوثائق المالية منها لتلبية لحاجات المستثمرين، بالإضافة إلى الالتزام التام من قبل إدارة الصندوق بتلبية طلبات الاسترداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الحصص أو الوحدات الاستثمارية في أي وقت يشاؤون.³⁰

ويمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها على النحو الآتي:³¹

- ليس هناك رسوم شراء من قبل المستثمرين بل عادة فرض رسوم استرداد، ويجري تطبيقها عندما يتقدم مالكو الوثائق بطلب استرداد قيمة وثائقهم بعد فترة من حيازتها.
- أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.
- إدارة الصندوق ملزمة بتلبية طلبات الاسترداد التي ترد في أي وقت.

2.3.3 - معيار الأهداف المقررة: يتحدد هدف الصندوق بطريقة تمكن من جذب فئة معينة من المستثمرين، وفي هذا الصدد نميز بين خمسة أنواع من صناديق الاستثمار وفق الأهداف الأساسية هي:

1- صناديق الدخل: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين، لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات تعطي معدلات ثابتة من الفائدة عن أسهم الشركات المستقرة التي توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها.³²

2- صناديق النمو: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلاً من العائد الجاري وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق أي الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق، كما أن إدارة الصندوق تقوم بالاستثمار في أسهم شركات صغيرة متوقع لها النمو المستقبلي، لما يتم تدوير الأرباح للحصول على المزيد من المكاسب الرأسمالية.³³

3- صناديق النمو والدخل: يشمل الغرض من هذا النوع تحقيق الهدفين معا (النمو والدخل) بشكل متوازي، فيعمل من ناحية على نمو رأس مال للمستثمر ومن ناحية أخرى تحقيق دخل دوري له، وتجدر التفرقة بين نوعين من الصناديق: الأولى صناديق النمو والدخل: وهي صناديق تعطي أولوية لنمو رأس المال، والثانية صناديق الدخل والنمو: وهي صناديق تعطي أولوية للدخل على نمو رأس المال.³⁴

4- صناديق الأهداف المزدوجة: تصدر هذه الصناديق نوعين من الوثائق لتلبي حاجة فئتين من المستثمرين، فالمستثمر الذي يرغب بعائد دوري يمكنه الاستثمار بأسهم الدخل، أما المستثمر الذي يرغب في تحقيق نمو في استثماراته فيمكنه الاستثمار في أسهم النمو التي يتولد عنها أرباح رأسمالية من خلال ارتفاع القيمة السوقية لمكونات المحفظة، حيث تنتمي هذه الصناديق عادة إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة.³⁵

5- **صناديق إدارة الضريبة:** يقصد بها تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم. هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.³⁶

3.3.3- معيار العائد: تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى:³⁷

1- **الصناديق ذات العائد الدوري:** تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، نصف سنوية أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد، تستثمر هذه الصناديق عادة في أسهم وسندات منشآت كبيرة ومستقرة، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم

2- **الصناديق ذات العائد المتراكم:** وفيها تعمل إدارة الصندوق على إعادة استثمار العوائد المحققة وذلك في كافة أنواع الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي، وعند استرداد قيمة الوثيقة يتم سداد الأصل والربح معاً، وتستثمر هذه الصناديق أموالها في أسهم عادية في منشآت تملك آفاقاً أعلى للنمو وهي بذلك تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.

3- **الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي:** يستثمر هذا الصندوق الاستثماري في محفظة أوراق مالية متنوعة من الأسهم والسندات المحلية والأجنبية والأوراق الحكومية، وتدار بمعرفة متخصصين لتعظيم العائد المحقق للمستثمرين تمهيداً لتوزيعها على حملة الوثائق.

4. دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودي.

يحتل سوق الأسهم السعودي المراكز الريادية من بين الأسواق المالية العربية، سواء كان ذلك من حيث القيمة السوقية أو وحجم الشركات في التداول المدرجة ضمنها أو عدد الصفقات المنفذة، بالإضافة على وجود عدد معتبر من الصناديق الاستثمارية المدرجة في هذا السوق.

1.1.4. **تقديم سوق المال السعودي:** السوق المالي السعودي كغيره من الأسواق المالية عبارة عن المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية بمختلف أنواعها: أسهم، سندات وصكوك، حيث تعود نشأة سوق المال السعودي إلى مراحل مر بها من بينها تشكيل لجنة وزارية سنة 1984 من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف تنظيم وتطوير السوق بعد أن كانت سوق غير رسمية، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق إلى غاية تأسيس هيئة السوق المالية يوم 2003/07/31 بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وفي يوم 2007/03/19 وافق مجلس الوزراء السعودي برئاسة خادم الحرمين الشريفين على تأسيس شركة مساهمة باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول)، حيث يأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة 20 من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.³⁸

2.1.4. مسار تطور صناديق الاستثمار خلال الفترة: (2000-2017): يوضح الجدول الموالي أداء سوق الأوراق المالية السعودية نتيجة وجود صناديق الاستثمار من خلال عدة مؤشرات أهمها: عدد الصناديق الاستثمارية، عدد المستثمرين فيها وعدد المشتركين بالإضافة الى حجم أصولها.

جدول رقم (01): إجمالي الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وإجمالي الأصول المالية التي تديرها للفترة: (2017-2000).

السنة	عدد الصناديق العاملة	إجمالي أصول الصناديق مليار ريال	عدد المشتركين في نهاية الفترة المالية	معدل نمو أصول الصناديق	معدل نمو المشتركين
2000	138	38.56	95.800	/	/
2001	138	50.06	173.999	%30	%82
2002	143	48.82	165.044	%-2	%-5
2003	170	53.87	172.197	%10	%4
2004	188	60.32	198.357	%12	%15
2005	199	136.97	568.284	%127	%186
2006	214	84.1	499.968	%-39	%-12
2007	252	105.1	426.085	%25	%-15
2008	262	74.81	374.975	%-29	%-12
2009	244	89.55	356.331	%20	%-5
2010	243	94.74	320.415	%6	%-10
2011	249	82.19	293.905	%-13	%-8
2012	240	88.07	275.624	%7	%-6
2013	236	103.18	258.110	%17	%-6
2014	252	110.71	246.031	%7	%-5
2015	270	102.90	236.977	%-7	%-4
2016	275	87.84	224.411	%-15	%-5
2017	273	110.20	238.445	% 25.5	% 6

المصدر: -مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، ص 99.

تحليل الجدول السابق:

يلاحظ من الجدول أن النمو في أصول الصناديق الاستثمارية كان بشكل متناسق إلا أنه قفز في عام 2005 إلى مستوى عال جداً نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار النفط وهو متذبذب بين السنوات الأخرى حتى عام 2007 (عام الأزمة المالية العالمية) فقد عصفت هذه الأزمة بالاقتصاد العالمي وكان لها تأثيرات مباشرة على الاقتصاد السعودي من خلال حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضاً تجاه معظم عملاء الشركاء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام للسوق المالي حوالي 56 نقطة مقارنة بالعام الماضي وتنفقد القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52%³⁹، وانخفضت أسعار النفط إلى أدنى مستوى لها في

عام 2009 مسببة هزة مالية للاقتصاد السعودي، فالاقتصاد السعودي يعتمد على الصادرات النفطية وهي تشكل أكثر من 45% من إيرادات الدولة.

كما شهدت سنتي 2012 و2013 انخفاض في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى 240 و236 صندوق على التوالي ويعود سبب الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وإلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية⁴⁰.

وانخفض عدد صناديق الاستثمار التي تديرها شركات الاستثمار في المملكة في عام 2017 م بنسبة 0.7 في المئة ليصل إلى 273 صندوقاً وارتفع إجمالي أصول الصناديق بنحو 25.5 في المئة لتصل إلى نحو 110.2 مليار ريال في نهاية عام 2017، ومن جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في الصناديق حتى نهاية عام 2017 ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار⁴¹.

3.1.4. إجمالي أصول صناديق الاستثمار: وبالتطرق الى تنوع أصول صناديق الاستثمار بلغة الأرقام نصل الى ما يلي:

1.3.1.4- إجمالي الأصول حسب النوع:

جدول رقم (02): أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار (2006-2017). الوحدة: مليار ريال.

نوع الصندوق	أسهم محلية	أسهم أجنبية	سندات وصكوك محلية	سندات أجنبية	أدوات نقدية محلية	أدوات نقدية أجنبية	أصول محلية أخرى	أصول أجنبية أخرى	استثمارات عقارية	إجمالي الأصول
2006	31.960	15.583	1.683	168	23.951	3.512	3.749	3.501	/	84.108
2007	45.206	16.809	531	264	29.362	3.518	4.611	4.799	/	105.099
2008	17.085	9.749	1.618	559	38.289	2.252	2.145	995	2.149	74.814
2009	19.281	10.009	1.960	324	49.402	4.099	1.167	974	2.332	89.548
2010	20.948	10.933	2.995	363	48.330	8.028	693	976	1.473	94.740
2011	18.472	9.289	3.031	2.560	40.132	5.454	1.156	359	1.740	82.193
2012	19.192	10.354	2.086	1.807	44.874	6.034	1.833	60	1.817	88.068
2013	23.639	12.170	2.878	1.731	50.809	7.005	1.411	409	3.127	103.179
2014	24.477	11.215	3.973	2.019	45.674	15.194	4.189	410	3.560	110.711
2015	20.025	10.573	5.830	2.017	43.691	12.976	4.014	407	3.365	102.898
2016	16.386	4.940	5.577	2.282	70.793	10.570	4.698	388	3.200	87.836
2017	17.988	5.420	4.996	1.528	55.169	11.598	8.743	542	4.249	110.233

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير متفرقة لسوق المال السعودي.

يبين الجدول السابق أصول صناديق الاستثمار في الفترة الممتدة ما بين 2006 - 2017 ونلاحظ ما يلي:

هناك تذبذب في تطور في إجمالي الأصول طيلة فترة الدراسة ولكن نخص بالذكر الفترة الممتدة من 2006 الى 2009 بسبب أزمة الفقاعة المالية التي ضربت سوق الأوراق المالية السعودية، حيث تراجعت أصول صناديق الاستثمار بصفة عامة والاستثمارات في الأسهم المحلية بصفة خاصة، وانخفضت أصول استثمارات الصناديق في الأسهم المحلية الى 32 مليار ريال، رغم ذلك حافظت صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية على الصدارة بين الأنواع الأخرى، ثم عادت للنمو سنة 2007 لتصل الى 45.2 مليار ريال وبنسبة قدرت ب43% من إجمالي الأصول.

وفي سياق غير منفصل، جاءت الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في بداية سنة 2007 وانفجرت في الشهر التاسع من سنة 2008 والتي اعتبرت الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير 1929، بخسائر جسيمة مست جميع الأسواق العالمية وانهارت مؤشرات مؤشرات أصولها بشكل هائل، وسوق الأوراق المالية السعودي شأنه شأن بقية الأسواق العالمية شهد تراجعاً كبيراً على مستوى مؤشرات وتراجعت أصول صناديق الاستثمار متأثرة بتراجع الأسهم المحلية والأجنبية والأصول الأخرى، وبقى التراجع المؤثر هو تراجع الأسهم المحلية الى 17 مليار ريال بعدما كانت 45.2 مليار ريال سنة 2007 وتمثل بذلك 22.8% من إجمالي الصناديق، كما نلاحظ هروب مدراء صناديق الاستثمار الى الاستثمار في الأدوات النقدية المحلية التي ارتفعت الى 38.2 مليار ريال. والملفت للانتباه أنه كلما حدثت أزمة تضرب الأسواق المالية يتم اللجوء نحو الأدوات النقدية باعتبارها الملاذ الآمن للصناديق لتجنب الخسائر الكبيرة، وهو ما يميز صناديق الاستثمار في الحفاظ على الأصول من خلال التنوع، وكلما استقرت الأسواق يعود مدراء الصناديق للاستثمار في الأسهم المحلية والأجنبية، وهذا ما حدث في 2009 حيث عادت الأسهم المحلية للارتفاع لتصل في سنة 2010 الى 20.9 مليار ريال، أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت انخفاض في إجمالي الأصول وصلت نسبته إلى 13.2% نتيجة تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية، أما إذا ما تم التطرق الى بقية السنوات فنلاحظ تحسن في إجمالي أصول الصناديق باستثناء سنة 2016 التي انخفضت بنسبة 14.64% ثم ما لبثت أن ارتفعت بنسبة 25.50% سنة 2017.

2.3.1.4- إجمالي أصول الصناديق المفتوحة والمغلقة:

جدول رقم (03): صناديق الاستثمار (مفتوحة/ مغلقة) في الفترة 2000-2013. الأصول: مليون ريال.

الفترة	مفتوحة		مغلقة		إجمالي	
	عدد	أصول	عدد	أصول	عدد	أصول
2000	136	38552	2	4	138	38556
2001	137	49862	1	198	138	50060
2002	139	48149	4	678	143	48827
2003	166	53190	4	676	170	53866
2004	176	58741	12	1576	188	60317
2005	188	135838	11	1136	199	136974
*2006	--	--	--	--	214	84108

105100	252	--	--	--	--	*2007
74814	262	3162	19	71652	243	2008
89548	244	1619	9	87929	235	2009
94740	243	1148	10	93592	233	2010
82193	249	1447	10	80746	239	2011
88068	240	1744	11	86324	229	2012
103179	236	2535	10	100644	226	2013
110 711	252	3 000	10	107711	242	2014
102 898	270	2 326	9	100572	261	2015
87 836	275	2 859	12	84976	263	2016
110 233	273	11 982	18	98251	255	2017

المصدر: www.cma.org.sa 31-01-2018*18:35

*عدم وجود معلومات عن حجم أصول صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة خلال سنتي 2006، 2007 راجع إلى تغير مصدر المعلومة من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى هيئة السوق المالي.

تحليل الجدول:

ويتضح جلياً من الجدول أعلاه أن المستثمرين في صناديق الاستثمار يفضلون التوجه إلى صناديق الاستثمار المفتوحة على المغلقة نظراً لخصائصها (توفير السيولة للمشاركين باستمرار) من خلال الاستعداد الدائم لإعادة شراء وثائق الاستثمار بناءً على طلب المشترك، إلا أن علاقة صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية السعودية تبقى محدودة جداً وخاضعة لسياسة إدارة الصندوق وفتته عكس الصناديق المغلقة التي لها علاقة وثيقة بسوق التداول حيث يتم تداولها في سوق مثلها مثل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويتم تداولها على شكل وثائق استثمار، إلا أن عددها يبقى قليلاً وفي تذبذب مستمر حيث استقر عددها على 18 صناديق سنة 2017، في حين كانت الصناديق المفتوحة في نمو مستمر حيث وصل عددها إلى 255 مقارنة بنفس السنة. وفي توزيع الأصول حسب القطاعات نلاحظ في الجدولين التاليين توزيع أصول الصناديق حسب القطاعات للأعوام 2006-2007 و 2008-2011 كما يلي:

جدول رقم (04): حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية عامي 2006 - 2007

التغير	2006		2007		القطاع
	النسبة	الحجم بالمليون ريال	النسبة	الحجم بالمليون ريال	
%31.5	%22.5	6,975	%21	9,175	البنوك
%82.0	%38.3	11,891	%49.5	21,640	الصناعة
%2.0-	%11.2	3,469	%7.8	3,401	الاسمنت
%49.8	%4.9	1,535	%5.3	2,300	الخدمات
%-72.2	%2.2	686	%0.4	191	الكهرباء
%-23.7	%13.2	4,114	%7.2	3,137	الاتصالات
%6.9	%3.3	1,017	%5.2	1,087	التأمين
%30.9	\$0.3	97	%0.3	127	الزراعة
%104.8	%4.1	1,279	%6	2,620	سيولة نقدية
%40.6	%100	31,063	%100	43,678	الإجمالي

المصدر: - هيئة السوق المالي السعودي.

✓ ويتضح من الجدول أعلاه مايلي:

- تركزت أكثر الاستثمارات في صناديق الاستثمار في قطاع الصناعة حيث بلغ إجمالي حجم الاستثمار نحو 216 مليون ريال عام 2007 وبنسبة 49.5% من إجمالي الاستثمارات في جميع القطاعات، أما في عام 2006 فقد بلغت نسبة استثمار صناديق الاستثمار نسبة 38.3%.

- ارتفع حجم أصول صناديق الاستثمار عام 2007 في قطاعات البنوك، الصناعة، خدمات، التأمين، والزراعة بنسبة تتراوح بين 6.9% في قطاع التأمين و31.5% في قطاع البنوك عما كانت عليه سنة 2006.

- انخفض حجم أصول الصناديق عام 2007 في قطاعات الاسمنت والكهرباء والاتصالات بنسبة تتراوح بين 2% قطاع الاسمنت و72.2% قطاع الكهرباء.

إلا أنه توسع نشاط صناديق الاستثمار ليشمل العديد من القطاعات الأخرى كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (05): حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية للأعوام 2008-2011.

التغير	2011		2010		التغير	2009		2008		القطاع
	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليون	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليون		النسبة الى الاجمالي	الحجم مليار	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليار	
-22.7 %	%21.2	3639.0	24.7%	4707.9	%27	%22	4,119	%19.7	3.237	المصارف والخدمات المالية
%12-	%28.7	4920.8	29.3%	5592.8	%44	%25	4,640	%19.6	3.22	الصناعات البتروكيمياوية
%33.3	%7.4	1267.4	5%	950.6	%9	%6	1,067	%6.0	0.981	الاسمنت
%44	%6.4	1103.5	4%	766.4	%58	%4	0,725	%2.8	0.458	التجزئة
%17-	%7.2	1237.8	7.8%	1491.8	%38	%6	1,167	%5.1	0.843	الزراعة والصناعات الغذائية
-38.8 %	%1.2	208.6	1.8%	340.9	%71	%0.5	0,084	%0.3	0.049	الطاقة والمرافق الخدمية
-22.2 %	%8.7	1494.8	10.1%	1921.6	%15	%11	1,981	%10.5	1.728	الاتصالات وتقنية المعلومات
-83.3 %	%0.01	0.9	0.03%	5.4	- %25	%0.2	0,045	%0.4	0.06	شركات الاستثمار المتعدد
%5.8	%0.4	74.6	0.4%	70.5	%31	%0.2	0,064	%0.01	0.002	التأمين
%7.0	%7.8	1336.2	6.5%	1248.8	%43	%7	1,304	%5.5	0.912	الاستثمار الصناعي
-25.5 %	%4.9	837.1	5.9%	1123.1	%28	%8	1,467	%6.9	1.144	التشييد والبناء
%1.7	%2.7	468.1	2.4%	460.1	- %80	%3	0,489	%14.5	2.396	التطوير العقاري
-87.7 %	%0.1	13.0	0.6%	105.6	%1	%1	0,173	%1	0.172	النقل

الإعلام والنشر	0.015	%0.1	0,021	%0.1	40%	15.3	0.1%	17.2	0.1%	12.4%
الفنادق والسياحة	0	%0	0,0004	%0.002	-	0.04	0.0002%	0.04	%0.0002	0%
أخرى (سيولة نقدية وأسواق النقد)	1.253	%7.6	1,196	%6.0	5-%	273.3	1.4%	516.2	%3	88.9%
الإجمالي	16.470	%100	18,542	%100	13%	19074.1	100%	17135.1	%100	100%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- هيئة السوق المالي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2011، ص 56.

- هيئة السوق المالي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2009، ص 56.

✓ ويمكن إبراز أهم ملامح الجدول في الآتي:

-ازداد عدد القطاعات التي تستثمر فيها أصول الصناديق لتشمل 16 قطاعاً وقد تركز معظم الاستثمارات في قطاع المصارف بعدما كانت تتضمن 09 قطاعات فيما سبق.

-تركز معظم استثمارات صناديق الاستثمار في قطاعي الصناعات البتروكيماوية والمصارف والخدمات المالية حيث بلغ حجم الاستثمار في قطاعي الصناعات البتروكيماوية والمصارف والخدمات المالية نحو 4,64 مليار ريال و4,1 مليار ريال في عام 2009 بنسبة مقدارها 25% و22% على التوالي من إجمالي حجم الاستثمارات في جميع القطاعات، وبالتالي يشكل هذان القطاعان تقريباً نصف استثمارات الصناديق بنسبة 47% لترتفع نسبة هذه النسبة إلى ما يفوق 50% من النسبة الاجمالية لاستثمارات الصناديق في جميع القطاعات المشاركة في السوق المالية السعودي سنة 2010، حيث قدر حجم أصول كل من قطاعي الصناعات البتروكيماوية والمصارف والخدمات المالية 4.70 مليار ريال، 5.59 مليار ريال على التوالي.

-ومن بين القطاعات التي شهدت تراجعاً في آداءها قطاع التطوير العقاري الذي تراجع من 14.5% سنة 2008 إلى 3% سنة 2009 والتي تعتبر من أكبر القطاعات تضرراً نتيجة أزمة دبي العالمية* التي رمت بضلالها على جميع دول الخليج وبخاصة في الجانب العقاري.

-وتبقى استثمارات الصناديق تكاد تكون معدومة حيث جاء الاستثمار في قطاع الفنادق والسياحة في المرتبة الأخيرة من حيث الحجم بمبلغ يقارب 400 ألف ريال بنسبة 0,002%.

4.1.4. مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من حيث القيمة الاسمية:

جدول رقم (06): نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2005-2017)

السنة	القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية مليار ريال.	استثمارات الصناديق الاستثمار في الأسهم مليار ريال.	نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي %
2005	2438.2	89.444	3.67
2006	1225.9	31.960	2.61
2007	1946.4	45.206	2.32
2008	924.5	17.085	1.84
2009	1195.5	19.281	1.61
2010	1325.4	20.948	1.58

1.45	18.472	1270.8	2011
1.37	19.192	1400.3	2012
1.34	23.639	1752.9	2013
1.35	24.477	1812.9	2014
1.27	20.025	1579.1	2015
0.97	16.386	1682.0	2016
1.06	17.988	1689.6	2017

المصدر: - من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- البيانات الواردة في الجدول (02).

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوية لسنة 2010، ص 81.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوية لسنة 2014، ص 87.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، ص 90.

تحليل الجدول السابق:

شهدت السنوات الأخيرة زيادة كبيرة في عدد صناديق الاستثمار حيث بلغت 273 صندوق سنة 2017، رغم تذبذب أصولها ورغم التداعيات السلبية التي تسربت محليا الى الاقتصاد السعودي والتي خلفتها الأزمات المالية ومن أبرزها أزمة الرهن العقاري، إلا أن مساهمة صناديق الاستثمار في القيمة السوقية الاجمالية لسوق المالي السعودي تبقى ضئيلة رغم النتائج التي حققتها سنة 2005 بـ 3.67% من إجمالي القيمة السوقية والتي تمثل أعلى نسبة لاستثمارات صناديق الاستثمار في الأسهم ليشهد بعدها أداء صناديق الاستثمارات سلسلة من الانخفاضات المتتالية لتصل الى ما نسبته 1.06% سنة 2017، بفضل تداعيات الأزمة المالية العالمية المشار إليها أعلاه.

5. النتائج: أثبتت هذه الدراسة صحة الفرضيات المطروحة، كما خلصت لمجموعة من النتائج نوردتها كما يلي:

1- قطعت الكفاءة السوقية في الاقتصاديات الدولية شوطا بعيدا في هذا المجال حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات واستجابة أكثر للمعلومات الجديدة مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة مع بعضها البعض مما أسهم في اختفاء أوجه التفاوت والتمييز بين الأسواق المحلية وزيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى.

2- لصناديق الاستثمار أهمية بالغة للاقتصاديات القومية مثلها مثل باقي الصيغ الاستثمارية الأخرى لاحتوائها جميع فئات المجتمع كبار وصغار المدخرين وهذا ما يعني قبول الفرضية الثانية.

3- على عكس المفهوم السائد لدى المتعاملين في سوق الأسهم السعودي فإن الاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية هو أقل مخاطرة من الاستثمار المباشر في السوق، فيما أن المستثمر العادي قد لا يستطيع أن يشتري أسهما في عدة شركات، بل يتجه الى الاستثمار في عدد محدود من الأسهم، مما قد يتسبب لهم في خسارة فادحة، وبهذا فإن كل ما سبق يساهم في تدعيم الاجابة الأولية للفرضية الثالثة ويثبت صحتها.

4- تعتبر صناديق الاستثمار من أنواع الاستثمارات التي يشارك فيها عدد كبير من المستثمرين، ونسبة لوجود هذا العدد كان لا بد من وجود آلية مراجعة أداء هذه الصناديق، والهدف من هذه الآلية هو التأكد من كفاءة وفعالية أداء الصناديق الاستثمارية، وضمان

مصادقية الافصاح للجهات ذات الصلة المستفيدة منها وبالتالي زيادة عدد الشركات التي تطرح أوراقها في السوق، وهو ما يدعم قبول الفرضية الرابعة.

5- يعتبر سوق الاوراق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيه كما لسوق الأوراق المالية فيه نظام عمل متطور يعتمد على نظام الكتروني يربط بين قاعات التداول في البنوك التجارية والشركات المالية وجهاز حاسب آلي مركزي لدى السوق المالية (تداول) يتولى عملية التوفيق بين البائعين والمشتريين خلال ساعات التداول.

6- وفي ذات السياق، يعد هذا السوق من الأسواق الرائدة في صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم رغم الأزمات والهزات التي ضربت الأسواق المالية العالمية عموماً وسوق الأسهم السعودي خصيصاً، حيث عرفت صناديق الاستثمار نمو كبير خاصة في السنوات الأخيرة إذ وصل عددها إلى 273 صندوق نهاية 2017 بحجم أصول بلغ 110.20 مليار ريال.

7- تلعب صناديق الاستثمار أدواراً كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالصناديق المفتوحة، رغم أن هذه التجربة لازالت حديثة في المملكة العربية السعودية إذا ما قورنت بالدول المتطورة حيث ظهر أول صندوق استثماري سنة 1979 والعائد لبنك الأهلي التجاري ولكن تطورها لم يكن إلا في بداية الألفية وتحديدًا سنة 2001 حين ففتز أصولها إلى 49.8 مليار ريال لتصل إلى ما يقارب 100 مليار ريال سنة 2007.

8- تشكل مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية نسبة ضعيفة جداً والتي تقدر بـ 1.06% سنة 2017 من إجمالي قيمة السوق، ومن جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في صناديق الاستثمار سنة بعد أخرى بداية من سنة 2008 إذ بلغ عددهم حتى نهاية عام 2017: 238445 مشترك، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

6. التوصيات: ومن خلال ما سبق ذكره نوصي بما يلي:

- ◀ تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.
- ◀ توعية المستثمرين (الطبيين أو المعنويين) بأهمية التعامل في السوق المالية بمختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- ◀ استخدام آلية للحد من التراجع التصحيحي أو التذبذب الكبير في أسعار الأسهم ولا يتم ذلك إلا بوجود صناع السوق فدخول صناديق الاستثمار في هذه الآلية يساهم في حفظ توازن السوق وعدم تعرضه لأي هزة قد تؤثر على السوق وعلى صناديق الاستثمار.
- ◀ يجب زيادة عدد الصناديق المغلقة والاستفادة من مزاياها، إذ أن وحدات الاستثمار التي تصدرها تتداول في سوق الأوراق المالية ويؤدي ذلك إلى إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة فيه.
- ◀ الاقرار بأهمية صناديق المؤشرات المتداولة في استقطاب المستثمر الأجنبي بفعالية ولدورها الكبير في الأسواق العالمية والعمل على ذلك.

7. الهوامش:

- 1- عبد الغفور دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج مؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد الثاني، العدد السابع، 2014، ص 46.
- 2- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وآداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 119.
- 3- حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006، ص 19.

- 4- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والأوراق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص 26.
- 5- سفيان خوجة علامة، مريم قايد، أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 11-12 نوفمبر 2013، ص 04.
- 6- صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص 123.
- 7- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 08.
- 8- عبد الكريم شوكمال، سمير إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 03.
- 9- سليمان عبادي، سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول سوق رأس المال الفلسطيني بعنوان: دور البورصة في الاقتصاد تقيم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية، سبتمبر 2007، ص 02.
- 10- سليمان عبادي، مرجع سابق، ص 02.
- 11- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 124.
- 12- تم الاعتماد على:
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2004، ص 70.
- سليمان عبادي، مرجع سابق، ص 02.
- 13- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 125.
- 14- محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2005، ص ص 28، 29.
- 15- خالد عيجولي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة عباس فرحات سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 187.
- 16- Été invoqué
- Waltes R, Zimmerman J, Positive accenting Theory, N.J, Englewood, cliffs, Prentice Hall, 1986, pp15- 18.
- C.Jones, investment analysis and management, A, Jhon Wiley and sons, New York, 1998, P270.
- 17- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لوقائع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009، ص 182.
- 18- عبد الله بن محمد رزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18 مارس 2005، ص 09.
- 19- مريم زايددي، مداخلة بعنوان: متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، ملتقى دولي حول صناعة المالية الإسلامية بعنوان: اشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أبريل 2016، ص 7.
- 20- بلقاسم بوفاتح، دور حكومة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مجلة دراسات، مجلة دولية محكمة تصدر عن جامعة عمار ثليجي الأغواط، الجزائر، العدد 38، جانفي 2016، ص 190.
- 21- مريم زايددي، مرجع سابق، ص 07.
- 22- Carte lauranc. N, Investment Firnds in Emerging Markets, International finance Corporation, washington, 1996, P08.
- 23- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 91.

- 24- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة تجريبية مصر-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012، ص 161.
- 25- صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 163.
- 26- أشرف مُجَّد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطبع والنشر، مصر، 2004، ص 57.
- 27- Bassam I. Azeb, the Performance the Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, the University of Bumingham the Birmingham Business school, 2002, P 78.
- 28- أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 08.
- 29- تم الاعتماد على:
- صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 190.
- علاء فرحان طالب، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، دار الأيام، الأردن، 2013، ص 225.
- 30- تم الاعتماد على:
- أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، مرجع سابق، ص 09.
- فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2005، 2006، ص ص 29، 30.
- 31- علاء فرحان طالب، مرجع سابق، ص 225.
- 32- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2001، ص 446.
- 33- تم الاعتماد على:
- علاء فرحان طالب وآخرون، مرجع سابق، ص 225.
- نزيه عبد المقصود مُجَّد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 98.
- 34- حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للتحقيق، العراق، المجلد 2، العدد 03، مارس 2018، ص 326.
- 35- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر 1997، ص 373.
- 36- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص 40.
- 37- تم الاعتماد على:
- عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية- تجارب بعض الدول العربية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بوعللي الشلف، الجزائر، 2009، 2010، ص 61.
- أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 24
- 38- السوق المالي السعودي، نبذة عن السوق، تاريخ التصفح 2018/01/31 الساعة 12.55 صباحا، عنوان الرابط الالكتروني: موقع تداول: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home>
- 39- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008.
- 40- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بوعللي الشلف، الجزائر، 2015، 2016، ص 174.
- 41- أحمد حسن محمود عريبات، أثر صناديق الاستثمار الاسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في المصارف الاسلامية في المصارف الاسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، 2017، ص 84.

* جاءت هذه الأزمة نتيجة التوسع الكبير والغير مدروس بحجم الاقتراض، فسوء سياسة الاقتراض التي اتبعتها مجموعة دبي العالمية (شركة استثمارية مقرها دبي، وتشمل استثمارات الشركة أربعة مجالات أساسية وهي: النقل والخدمات اللوجستية، الأحواض الجافة والخدمات الملاحية، التطوير الحضري، والاستثمار والخدمات المالية)، كان لها الأثر الرئيس والكبير في إشعال فتيل الأزمة في دبي، فعندما أدركت مجموعة دبي العالمية بأنها مقبلة على تعثر مالي شديد في طلبت من إمارة أبو ظبي إقراضها مبلغ 9 مليار دولار، ولكن أبو ظبي امتنعت عن إقراضها مما أجبر المجموعة على الطلب من دائنيها بتأجيل استحقاق ديونهم المتمثلة في صكوك أصدرتها شركة النخيل الأمر الذي أدى إلى إشعال فوضى كبيرة، مما أدى إلى إعلان مجموعة دبي لاحقاً أن كلا من نخيل وليمس العقاريتين ستخضعان لإعادة الهيكلة، وستطلبان إعادة جدولة ديونهما البالغة 26 مليار دولار، الأمر الذي شكل الصدمة الكبرى على العالم لما لهذا الأمر من تأثيرات على الاقتصاد العالمي.