



بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

# منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ.

بعنوان:

دور منتجات الهندسة المالية في استقرار  
الأسواق المالية

- حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي -

الأستاذة: ليلي بوشنين جامعة سطيف 1

## الملخص:

تهدف هذه الورقة إلى إبراز مدى أهمية منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية بالتركيز على صناديق الاستثمار التي تعتبر أحد أهم منتجات الهندسة المالية، وإسهامها في الحفاظ على توازن التداول في السوق المالية وتقليل الاندفاع لتسييل الأصول المالية لاعتمادها على الإدارة المحترفة وبمعرفة متخصصين.

## Abstract

The objective of this paper is display the Importance of financial engineering products in the stability of financial markets, with focusing on mutual funds which is represent one of the most important financial engineering products, and their contribution to preserving the balance of trading in the financial market, and reduce the rush to liquidate the assets of its reliance on professional management and experience of specialists.

## مقدمة:

عرف الاقتصاد العالمي العديد من التطورات الحديثة وبالأخص في ظل العولمة، حيث شهد تحريرا للأسواق المالية وانفتاحا للبورصات على بعضها البعض، رافقه تطور هائل في تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات وارتفاع كبير في حجم التدفقات المالية وفي درجة تذبذبها، ومن أجل مواجهة المخاطر المتزايدة التي صاحبت التحرير المالي تم ابتكار منتجات مالية جديدة في إطار الهندسة المالية للتغطية والتحوط ضد المخاطر المختلفة.

تعد صناديق الاستثمار من الأدوات الحديثة في الأسواق المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين لإعادة استثمارها في الأوراق المالية باستخدام إدارة ذات خبرة عالية وبهدف تحقيق الأرباح للمستثمرين، وقد انتشرت صناعتها بشكل كبير في الأسواق المالية لما تقدمه من مزايا عديدة لمستثمريها بالمقارنة مع الاستثمار المباشر ومن أهمها التقليل من المخاطر، وتحقيق عائد مجزي للمستثمرين، واعتمادها في إدارتها على خبرات إدارية محترفة لا تتوفر للمستثمرين الأفراد، إضافة لما تقدمه من مزايا في توظيف الفائض من السيولة للمصارف، وتنشيط الأسواق المالية بجذبها لأكثر عدد من المستثمرين.

## إشكالية البحث:

انطلاقا مما سبق تبرز إشكالية البحث، التي تتمثل في التساؤل التالي:

كيف يمكن لصناديق الاستثمار أن تسهم في استقرار الأسواق المالية؟

من هذه الإشكالية تتفرع الأسئلة التالية:

- ما واقع صناديق الاستثمار بالمملكة؟

- ما مدى قدرة صناديق الاستثمار في الحفاظ على توازن التداول بالسوق المالية؟

فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية رئيسية مفادها: الأسواق المالية التي تركز جل عملياتها على المستثمرين المؤسستين (منها صناديق الاستثمار) أكثر استقرارا مقارنة بنظيراتها من الأسواق التي يسيطر على تعاملاتها المستثمرون الأفراد.  
أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

- التعرف على الهندسة المالية وأهم منتجاتها؛  
- إبراز دور وأهمية صناديق الاستثمار التي لا تمثل إلا نسبة ضئيلة جدا من حجم التعاملات في الأسواق المالية الخليجية على الرغم من أن المدخرات في المنطقة تتميز بالطابع المؤسسي إلى درجة كبيرة، مع وجود عدد كبير من مؤسسات المعاشات والتأمين الاجتماعي التابعة للدولة منذ فترات طويلة، إضافة إلى صناديق الثروة السيادية.

تقسيمات البحث:

تم تقسيم البحث إلى العناصر التالية:

مقدمة؛

أولا: مدخل نظري للهندسة المالية، ويتضمن نشأة الهندسة المالية ومفهومها، إضافة إلى آثارها؛

ثانيا: منتجات الهندسة المالية، وتشمل عمليات تحسين أداء السوق، الأدوات المالية المستحدثة والأدوات المشتقة؛

ثالثا: مدخل نظري لصناديق الاستثمار ويتضمن نشأتها ومفهومها وأهميتها، إضافة إلى دورها في السوق المالي؛

رابعا: دور صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي، ويحوي ملامح أداء السوق المالي السعودي والتداول حسب نوع المستثمرين وجنسياتهم، ودراسة تطور الصناديق الاستثمارية السعودية؛

خامسا: الاستنتاجات والتوصيات.

أولا: ماهية الهندسة المالية

استجابة لضغوط القيود المتعددة سواء على المستوى الاقتصادي، السياسي والاجتماعي، والتغيرات السريعة في البيئة الاقتصادية جاءت الهندسة المالية لتقدم وسائل وأدوات مبتكرة تمكن المستثمرين (أفراد ومؤسسات) من التحوط ضد المخاطر المحيطة بهم لتجنب الخسائر والفشل.

1- نشأة الهندسة المالية:

يتعرض الاستثمار إلى أربعة أنواع رئيسية من المخاطر المالية هي: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر تقلبات أسعار الأسهم ومخاطر أسعار السلع، أما مخاطر التضخم فهي تنعكس بصورة أو بأخرى في أنواع المخاطر السابقة.

وقد أصبح حجم المخاطر المالية وحدوثها بشكل مفاجئ ودون توقع يحدث اضطرابات مالية حادة ومتكررة يمتد أثرها إلى بقية الدول، ويشكل تهديدا حقيقيا للاستقرار المالي العالمي، على سبيل المثال: التقلبات الحادة في أسعار أسواق الأسهم الأمريكية عام 1987 وعام 1997 واضطرابات أسواق السندات في بلدان مجموعة

العشرة عام 1994 وفي الولايات المتحدة الأمريكية عام 1996، وأزمات العملات في المكسيك (1994-1995) وآسيا عام 1997 وروسيا سنة 1998 وتقلبات أسعار صرف العملات في التسعينيات والتقلبات في أسواق الأسهم العالمية عامي 2000 و2001، وأزمة الرهن العقاري سنة 2008<sup>1</sup>.

لذلك ظهرت الحاجة إلى تغطية تلك المخاطر والتحوط منها، وإيجاد طرق وأدوات مبتكرة قادرة على استيعاب التغيرات والتقلبات في الأسواق المالية. هذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية يعرف بالهندسة المالية.

إن فالهندسة المالية ظهرت بهدف التخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبينه الأعمال وتخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، من خلال تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال. وقد أدى تحرير صناعة الخدمات المالية وزيادة المنافسة في الخدمات المصرفية إلى زيادة التركيز على إمكانية تصميم منتجات جديدة وتطوير العمليات بشكل أفضل، وتنفيذ حلول أكثر فعالية لمشاكل مالية متزايدة التعقيد.

ويعود ظهور الهندسة المالية إلى منتصف الثمانينيات، عندما قامت بنوك لندن باستحداث إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة مخاطر العملاء، وإيجاد حلول لتلك المشكلات<sup>2</sup>.

## 2- مفهوم الهندسة المالية:

تنطوي الهندسة المالية على: "تصميم وتطوير وتنفيذ أدوات وعمليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل"، ويتضمن هذا التعريف ثلاثة أنواع من الأنشطة، هي كالتالي<sup>3</sup>:

أ- ابتكار أدوات مالية جديدة: مثل أشكال جديدة من صناديق الاستثمار، وأنواع جديدة من منتجات التأمين على الحياة، وأشكال جديدة من قروض الرهن العقاري، وتشمل الأدوات المالية المبتكرة أيضا تلك التي وضعت أساسا لتمويل الشركات مثل: أدوات الدين الجديدة والخيارات والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات الجديدة لإدارة المخاطر؛

ب- ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها خفض تكلفة المعاملات، وعادة ما تكون نتيجة للتغيرات التشريعية أو التنظيمية على سبيل المثال: عملية التسجيل على الرف، أو للتطورات التكنولوجية مثل التداول الإلكتروني للأوراق المالية؛

ج- ابتكار حلول خلاقية لمشاكل تمويل الشركات مثل الاستراتيجيات المبتكرة لإدارة النقدية وإدارة الديون، أو إعداد صيغ تمويلية قائمة على الأصول.

ويستخدم مصطلح الهندسة المالية لوصف وتحليل البيانات الناتجة من السوق المالية بطريقة علمية، ويأخذ هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وغالبا ما تستخدم الهندسة المالية في مجالات مختلفة من السوق المالية مع تعديلات طفيفة مثل تداول العملات، تسعير الخيارات والعقود الآجلة... واستعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية يمكن المهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية وبالتالي القدرة على التأثير في المتعاملين الآخرين في السوق، وهذا مهم جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات<sup>4</sup>.

### 3- آثار الهندسة المالية:

تهدف الهندسة المالية إلى إيجاد وتطوير أدوات مالية تساعد في تحسين أداء الاقتصاد الكلي، ويتوقف ذلك على ما تقدمه من أدوات تمويل وأنظمة وعمليات تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية، إضافة إلى مساهمتها في زيادة كفاءة النظام المالي من خلال تخفيض تكاليف المعاملات والرفع من كفاءة الأسواق المالية وتحقيق كمالها بواسطة ما تقدمه من منتجات مالية جديدة.

إذن فالهندسة المالية ينبغي أن تسهم في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال<sup>5</sup>:

- تحقيق الكمال للسوق بتوسيع فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب موارد لم تكن متاحة؛

- تخفيض تكلفة المعاملات أو تحسين السيولة؛

- تخفيض تكلفة الوكالة.

لكن إذا خلت ابتكارات الهندسة المالية من هذه الإيجابيات وكان هدفها مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف تؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية ودون مقابل من الرفاه الاقتصادي، وما يزيد الأمر سوءاً تبني المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار موقفاً محابياً لهذا النوع من التعاملات<sup>6</sup>.

فالتطبيق الخاطئ لابتكارات الهندسة المالية يعرض اقتصاديات الدول إلى مخاطر كبيرة قد تصل إلى إفلاس الشركات وانهيار الأسواق المالية، فالمقامرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم وضع حدود للمضاربات في أسواق العقود الآجلة وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة قد تنتهي بأزمات شاملة تصيب كافة أجزاء الاقتصاد<sup>7</sup>.

ثانياً: منتجات الهندسة المالية

من أهم المنتجات المالية التي ابتكرها المهندسون الماليون، أسلوب التمويل بالهامش وأسلوب البيع على المكشوف، الأوراق المالية المستدثة وعقود المشتقات بأنواعها المختلفة وصناديق الاستثمار التي تصدر وثائق استثمارية متباينة تتناسب مع استراتيجيات وأهداف فئات مختلفة من المستثمرين.

#### 1- الهندسة المالية وتحسين أداء السوق:

من العمليات المبتكرة في مجال الهندسة المالية التي تهدف إلى زيادة سيولة السوق

وتحسين أدائها ما يلي:

أ- التسجيل على الرف (shelf registration): هو إجراء يسمح للشركات التي تصدر أوراقاً مالية من حين لآخر بتقديم طلب تسجيل واحد للإصدار الذي يظل ساري المفعول لمدة تصل إلى عامين، وذلك وفقاً للقاعدة 415 المعتمدة سنة 1980 من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، مع التزام الجهة المصدرة بتحديث بيانات الطلب بانتظام مع تزويد اللجنة بالتقارير ذات الصلة.

وبذلك يسمح التسجيل على الرف بتخفيض الوقت الفاصل بين اتخاذ قرار

الإصدار الجديد وطرحه، مع حد أدنى من الإجراءات الإدارية والنفقات (إعفاء

المؤسسة من دفع رسوم التسجيل في كل مرة تلجأ فيها إلى إصدار جديد)<sup>8</sup>؛

ب- المتاجرة بالحزمة (Package Trading): كان التعامل في الأسواق المالية قبل سنة 1975 يتم على أساس أسهم فردية أي أن أمر الشراء أو أمر البيع لا يتضمن سوى أسهم شركة معينة دون غيرها، إلى أن ظهر منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من الشركات المقيدة في البورصة، وهو أسلوب مناسب للمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار كصناديق الاستثمار عند تغيير تشكيلة محافظها الاستثمارية<sup>9</sup>؛

ج- الشراء الهامشي (Margin Purchase): يعتبر الشراء الهامشي أحد أهم الأساليب المستحدثة في تسوية صفقات الشراء، ويتمثل في تمويل العميل لجزء من صفقة الشراء نقدا والجزء الباقي يمول بقرض من الوسيط، يدفع عنه المستثمر فوائد بموجب اتفاق بينهما، ويحق للوسيط تقديم الأوراق المالية محل الصفقة للبنوك كضمان للحصول على قروض منها<sup>10</sup>. وبصفة عامة فإن الشراء بالهامش يحدث عادة عندما يعتقد المستثمر أن سعر الورقة المالية منخفض ويتوقع ارتفاعه في الأجل القريبة؛

د- البيع على المكشوف (Short Sales): يقصد بالبيع على المكشوف بيع أوراق مالية (في الغالب أسهم عادية) لا يمتلكها البائع في لحظة البيع، على أن يكون التسليم في تاريخ معين في المستقبل القريب، الذي لا يتعدى الأيام أو الأسابيع وحتى الساعات. قد يشتري البائع الورقة المالية عند حلول الأجل من السوق أو يقترضها من الوسطاء الآخرين لتسلم إلى المشتري، ويبقى ملزما تجاه الوسيط المقرض للورقة المالية بإعادتها في وقت متفق عليه، على أن يضع البائع ما يقابلها نقدا لدى المقرض كضمان<sup>11</sup>. وعموما يلجأ إلى البيع على المكشوف إذا اعتقد المستثمر أن السعر الحالي مرتفع للغاية وأنه سينخفض في المستقبل.

## 2- الأوراق المالية المستحدثة

هناك العديد من الأوراق المالية التي تم استحداثها المهندسون الماليون من الأوراق المالية التقليدية، يمكن ذكر بعضها بشكل مختصر فيما يلي:

- أ- مستحقات الأسهم العادية: وتتمثل في<sup>12</sup>:
  - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة؛
  - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: جاءت هذه الأسهم لتباع للعاملين بالشركة، ويتم خصم توزيعات هذه الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، بدلا من اعتبارها مصاريف تخصم قبل حساب الضريبة؛
  - الأسهم العادية المضمونة: هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويتم التعويض عن طريق إصدار أسهم إضافية أو التعويض نقدا أو إصدار أسهم ممتازة.

- ب- مستحقات الأسهم الممتازة: وتتضمن<sup>13</sup>:
  - الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي الأسهم التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزينة، ويتم تعديل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات الحادثة في عائد تلك السندات؛

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطى لحملة الأسهم العادية كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم؛  
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: على الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان الشركة المصدرة استدعاه في تاريخ لاحق، سواء بإعادة شراء الأسهم الممتازة من حملتها مقابل مبلغ يفوق قيمتها الاسمية يسمى علاوة الاستدعاء، وقد يكون الاستدعاء بسعر السوق، أو بتحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب المستثمرون في ذلك.

ج- مستحدثات السندات: من أنواع السندات المستحدثة ما يلي<sup>14</sup>:

- السندات ذات الكوبون الصفري: سندات لا تحمل معدلاً للفائدة، تباع بخصم على قيمتها الاسمية على أن تسترد قيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق؛

- السندات ذات العائد المتغير (المعوم) : هي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة وإنما تتغير أسعار الفائدة بحسب معايير معينة مثلاً: ترتبط بمؤشر الأسعار في السوق النقدية، أو حسب ما تحققه الشركة من أرباح...إلخ، وهذا لتقريب سعر الفائدة بذلك الساند في السوق؛

- سندات المشاركة في الربح: هي السندات التي تعطي لصاحبها الحق في الأرباح المحققة بالإضافة إلى الفائدة المحددة؛

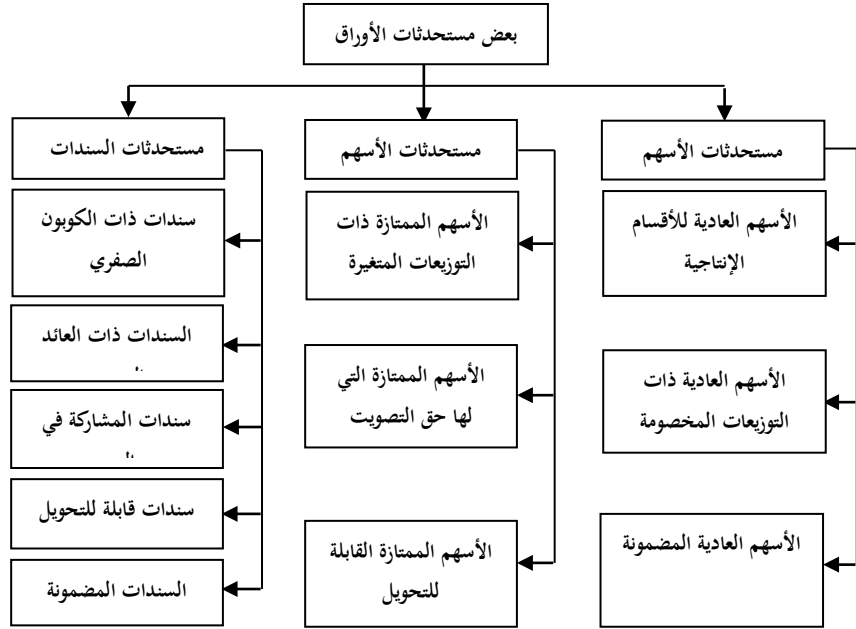
- سندات قابلة للتحويل: هي سندات تمنح لحاملها الحق في طلب استبدالها بعدد من الأسهم العادية أو بسندات أخرى أو بكليهما، إذا ما رغب حاملوها في ذلك؛

- السندات المضمونة: هي السندات التي تصدر بضمان عيني يتمثل في أصول الشركة المصدرة كالعقارات، الآلات،...إلخ، أو ضمان شخصي ككفالة الحكومة أو إحدى البنوك.

وتلجأ الشركات إلى إصدار مثل هذا النوع من السندات لتشجيع المدخرين على الاكتتاب في السندات المطروحة، ولحملة السندات المضمونة الأولوية في استيفاء ديونهم قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى أو باقي الدائنين. ويمكن تلخيص مستحدثات الأوراق المالية في الشكل الموالي:



الشكل رقم (01): أنواع الأوراق المالية المستحدثة



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على المراجع السابقة.

3- الأدوات المالية المشتقة:

تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات الهندسة المالية والتي نشأت كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق والمضاربات. أ- تعريف المشتقات المالية:

المشتقات هي عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية التقليدية أو العينية، كالأسهم والسندات أو عملات أجنبية أو معادن نفيسة، أو مؤشرات مالية معينة مثل مؤشرات الأسهم والسندات وسعر الصرف أو أسعار الفائدة، تسمح بالغطية من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأصول مستقبلاً<sup>15</sup>.

وتمكن المشتقات المالية من نقل المخاطر المالية مثل: مخاطر سعر الفائدة، سعر الصرف، أسعار الأسهم ومخاطر أسعار السلع الأساسية ومخاطر الائتمان وغيرها بين الأطراف الأخرى الذين هم أكثر استعداداً وأكثر ملائمة على تحمل وإدارة هذه المخاطر. وعادة ما تتم تسوية المدفوعات (الأسعار أو الفوائد) دون تداول للأصول الأساسية والسلع، أي أن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية أمراً غير ضروري<sup>16</sup>.

ب- أنواع المستثمرين المستخدمين للمشتقات:

يندرج المستثمرين في أسواق المشتقات المالية ضمن الفئات التالية<sup>17</sup>:

- المتحوطون Hedgers: يهتم هذا النوع من المستثمرين بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، من خلال اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق وذلك لحماية أنفسهم من



الخسائر في حال عكس السوق حركته. وتسمح المشتقات للمتحوظين بتحسين درجة التأكد لتتفوق على الأوراق المالية الأصلية ولكنها لا تضمن تحسن النتائج؛  
- المضاربون **Speculators**: يراهن المضاربون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات محاولة منهم لتحقيق مكاسب غير طبيعية؛  
- المراجحون **Arbitrageurs**: يتدخل المراجحون عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر، والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر لتحقيق ربح عديم المخاطرة.  
ج- أدوات المشتقات المالية:

هناك ثلاث أنواع رئيسية للمشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

- العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقود الآجلة **Forward Contracts**: العقود الآجلة هي أقدم المشتقات المالية ظهوراً، وهي تمثل التزاماً بشراء أو بيع كمية معينة من أصل معين في تاريخ لاحق بسعر محدد سابقاً عند إبرام العقد. ويحقق مشتري العقد ربحاً عندما يكون سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المتفق عليه في العقد عند حلول أجل الاستحقاق، وفي حالة العكس فإنه يحقق خسارة وهذا إذا لم يتم تنفيذ العقد الآجل قبل حلول تاريخ الاستحقاق<sup>18</sup>. وتتسم العقود الآجلة بالخصائص التالية<sup>19</sup>:

- يبرم العقد الآجل بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر، نتيجة للتغيرات في قيمة الأصول المتعاقد عليها؛

- عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وبذلك فهي لا تتداول في السوق المالية، وإنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة محل أحد الأطراف تقبل شروط العقد؛

- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الانتماء والنتيجة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماتها؛

- السعر الآجل للعقد هو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفراً عند إبرامه، ويمكن أن تكون للعقد قيمة موجبة أو سالبة بحسب التحركات السعرية للأصل محل العقد؛

- لا يتم دفع أي مبلغ عند بداية التعاقد أو خلاله، وتتحقق قيمة العقد الآجل عند تاريخ الاستحقاق، ويأخذ الطرف الذي يلتزم ببيع الأصل محل العقد اسم صاحب المركز القصير، ويأخذ الطرف الذي يلتزم بشراء الأصل محل العقد تسمية صاحب المركز الطويل.

العقود المستقبلية **Futures Contracts**: العقد المستقبلي هو اتفاق نمطي لتبادل أنواع معينة من كميات معلومة وفي تواريخ استحقاق محددة في المستقبل، ويتم التبادل من خلال السوق المالية بوساطة غرفة المقاصة التي تؤدي دور الوسيط بين طرفي العقد، وتتم التسوية على أساس فروق الأسعار ولا يسلم الأصل محل التعاقد<sup>20</sup>.

وتتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية<sup>21</sup>:

- تتداول في أسواق منظمة؛

- لها شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر، ولم تترك هذه العقود مجالاً للتفاوض سوى للسعر وعدد العقود؛
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية (المقاصة) لضمان تنفيذ الصفقات؛
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية، القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار بالسوق المالية، كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم؛
- يتم إجراء تسوية يومية للسعر، الأمر الذي يعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يتبين ربح أو خسارة أحد طرفي العقد بشكل يومي.
- عقود الخيارات: الخيار هو اتفاق بين طرفين، يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين بسعر متفق عليه يدعى سعر التنفيذ، وفي تاريخ استحقاق محدد يسمى تاريخ التنفيذ، مقابل علاوة تدفع للبائع عند إبرام العقد، وهي غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه<sup>22</sup>.
- عندما يمتلك حامل عقد الخيار الحق في شراء الأصل محل العقد يسمى العقد بخيار الشراء Call option، أما في حالة امتلاكه الحق في البيع فيسمى بخيار البيع Put Option.
- من خلال هذا التعريف يتضح أن:
  - الطرف الأول: مشتري الخيار أي مالكة، له حق شراء أو بيع:
  - مقدار معين من أصل مالي محدد في العقد؛
  - بسعر محدد (سعر الممارسة أو سعر التنفيذ)؛
  - حتى تاريخ محدد (تاريخ التنفيذ).
- الطرف الثاني: بائع الخيار أي محرر العقد فهو ملزم ببيع أو شراء المقدار المحدد من الأصل محل التعاقد، بسعر التنفيذ المتفق عليه.
- وتتمثل خصائص عقود الخيارات فيما يلي<sup>23</sup>:
  - عقد الخيار غير ملزم لصاحبه (المشتري)، وإنما يعطيه الحق في الخيار بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة (البيع أو الشراء)، مقابل علاوة يدفعها لمناح الحق (البائع أو المحرر)؛
  - تدفع العلاوة أو المكافأة (ثمن الخيار) لمحرر عقد الخيار (مانحه) الملزم بتنفيذه، عندما يرغب صاحب الحق (المشتري) في ممارسة هذا الحق خلال المدة أو في التاريخ المحدد. وتمثل العلاوة مقابل المخاطرة التي يتحملها منح الحق عندما يمارس (ينفذ) صاحب الحق عقد الخيار مهما كانت ظروف السوق؛
  - عند تنفيذ الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل مهما كانت قيمة العلاوة؛
  - تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب الحق هو العلاوة التي يدفعها فقط إذا لم ينفذ الحق؛
  - عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير في السوق المالية؛
  - تتم تسوية أو تنفيذ الخيار بالشكل النقدي، فعمليات الشراء أو البيع المتعلقة بهذه العقود لا تتطلب التسليم أو التسلم الفعلي للأصول.

عقود المبادلة: عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية، تتعلق بقيمة عملات أجنبية أو أسعار فائدة لعملات أجنبية، أو عملات تبادل مركبة معدلات فائدة/ عملات أجنبية خلال فترة مستقبلية<sup>24</sup>.

وتتميز عقود المبادلة بأنها ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار، كما لا يتم تسويتها يوميا بل على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، ...) على عكس العقود المستقبلية، لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ (العقود الأجلة)<sup>25</sup>.

وتنقسم عقود المبادلة إلى الأنواع التالية<sup>26</sup>:

مبادلة أسعار الفائدة: مبادلة معدلات الفائدة هو عقد بين طرفين لتبادل معدلات الفائدة لفترة وعلى مبلغ محدد، وخلال هذه العملية لا يتم تبادل حقيقي للمبلغ المحدد ولكن يستخدم هذا المبلغ كقاعدة لحساب الفوائد، وبالتالي يكون التدفق النقدي الوحيد الناتج عن هذه العملية هو عبارة عن الفوائد الناتجة عن عملية اقتراض وهمية. تستخدم عقود المبادلة على معدلات الفائدة لإعادة هيكلة الدين أو الأصل عن

طريق:

- تحويل موقف بمعدل فائدة ثابت مع موقف بمعدل فائدة متغير؛

- تحويل موقف بمعدل متغير مع موقف بمعدل ثابت؛

- تبادل معدل متغير في السوق النقدية، مقابل معدل متغير في سوق السندات.

مبادلات العملات: مبادلة العملات هي اتفاق بين طرفين يتضمن عمليتين: عملية شراء أو بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضرة، أي التسليم الفوري والآني بين العملتين، وفي نفس الوقت تجري عملية بيع للعملة التي سبق شراءها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وذلك في السوق الآجل أي في تاريخ لاحق، على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين، وتهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية المخاطر الناجمة عن التقلبات المحتملة في أسعار صرف العملات مستقبلا.

مبادلة السلع: يتم الاتفاق في عقد مبادلة السلع بين الطرفين على قيام أحدهما بالشراء الآني لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد من الآخر، على أن يتم سداد المبلغ فوراً، وبيعها في نفس الوقت بيعا أجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.

عقود المبادلة على المؤشرات: هي اتفاق بين طرفي العقد على الالتزام بتبادل تدفقات نقدية في المستقبل، يتم تحديدها على أساس رأس مال معين (المبلغ الأصلي) الذي يربط بمعدلين، أحدهما يمثل العائد على مؤشر سوق ما والآخر على معدل فائدة، فيتحصل أحد الطرفين (أو يدفع) الفوائد على المبلغ، في حين يدفع أو يتحصل الطرف الآخر على العوائد على مؤشر السوق المالية إذا ما انخفض هذا الأخير.

ثالثا: مدخل نظري لصناديق الاستثمار

يعتبر الاستثمار الركيزة الرئيسية لدعم وتنشيط الاقتصاد، وقد يكون مباشرا في المشاريع التجارية والصناعية والعقارية والزراعية داخل البلد وخارجه، أو غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تهدف إلى توظيف الأموال أو الادخار في

كافة الأدوات الاستثمارية من أسهم وسندات، وتجارة السلع والعقارات، وغيرها...سواء في الأسواق المحلية أو العالمية.

### 1- نشأة صناديق الاستثمار ومفهومها:

تعد صناديق الاستثمار أحد أهم مجالات الاستثمار الجديدة والمستحدثة في السوق المالية بالنسبة للمستثمرين.  
أ- النشأة:

ترجع نشأة صناديق الاستثمار إلى ظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر بأوروبا، وتحديدًا في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري في العالم سنة 1822م، تلتها إنجلترا في عام 1870م. غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة حاليًا كانت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924، أين قام أساتذة بجامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن باسم Massachusetts Investment Trust ومنها انتقلت إلى فرنسا عام 1945، ومن ناحية أخرى، فقد أدت حالة النمو القوي لأسواق الدول الرأسمالية منذ بداية التسعينيات، إلى انتشار صناديق الاستثمار بشكل كبير، حيث تضاعف عدد الصناديق الموجهة للاستثمار في هذه الدول إلى أكثر من ثلاث مرات خلال الفترة الممتدة من عام 1990 حتى شهر سبتمبر 1996 إذ بلغ عددها حوالي 400 صندوق تدير أصولًا تبلغ قيمتها نحو 260 مليار دولار.

وعلى الصعيد العربي، كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، في حين تم إصدار قواعد تنظيم هذه الصناديق في بداية عام 1993، أما باقي الدول العربية، فقد خاضت هذه التجربة بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، وما ميزها إنشاء الصناديق قبل صدور التشريعات المنظمة لها. فجاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية تخوض هذه التجربة سنة 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية مثل: مصر، البحرين وعمان سنة 1994، ثم المغرب سنة 1995، تلتها لبنان عام 1996، وأخيرًا الأردن عام 1997.<sup>27</sup>

### ب- مفهوم صناديق الاستثمار:

لا تختلف صناديق الاستثمار التي تنشأ في المصارف التجارية وشركات التأمين عن صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، فهي عبارة عن أموال يقدمها المستثمرون للبنك، ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية يديرها لصالحهم، من خلال إدارة مستقلة ويشاركهم في نسبة محددة من الأرباح<sup>28</sup>. فهي أحد أساليب الاستثمار الجماعي للأموال المرتبطة تمامًا بالسوق المالية و بمدى قوتها ونشاطها، تركز على تجميع مدخرات الأفراد بهدف إعادة استثمارها في تشكيلة منتقاة ومتنوعة من الأوراق المالية، بمعرفة إدارة متخصصة وبالشكل الذي يحقق عائدًا مناسبًا لكافة الأطراف ذوي الصلة. و يحصل كل مستثمر في مقابل أمواله على حصة ملكية في أصول الصندوق، يطلق عليها اسم

"وثيقة الاستثمار"، كما يتم توزيع عوائد الاستثمار على حملة الوثائق كل بنسبة ما يملكه<sup>29</sup>.

تهدف صناديق الاستثمار إلى تقديم الخدمات لفئتين من المستثمرين: فهي توفر فرصاً استثمارية جيدة لفئة المستثمرين ذوي المدخرات المحدودة، لعدم إمكانية استثمارهم في الأوراق المالية، نظراً لعدم كفاية مدخراتهم للاستثمار في تشكيلة من تلك الأوراق، والتي يمكن لها المساهمة في تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها. و لفئة أخرى تملك الموارد الكافية، غير أنها لا تتوفر لديها الخبرة و المعرفة اللازمين لإدارة مثل هذه التشكيلة، أو لعدم توفر الوقت الكافي لديها.

2- أهمية صناديق الاستثمار:

تنفرد صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا لعل أهمها ما يلي:

أ- تقليل المخاطر الاستثمارية:

من مزايا صناديق الاستثمار، قدرتها على تحقيق مبدأ التنوع الفعال كما ونوعاً للأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الصندوق، بطريقة تساعد على تقليل مستويات المخاطرة التي يتعرض لها حملة الوثائق، وذلك بأقل قدر من الأموال المستثمرة. فمن خلال تجميع صندوق الاستثمار للأموال من عدد كبير من المستثمرين، يتكون لديه رصيد مالي ضخم، يمكن إدارة الصندوق من تغطية أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة، تخص عدة شركات في قطاعات مختلفة تساعد في تقليل مستويات المخاطرة، وهذا ما قد يصعب على المستثمر الصغير تحقيقه بقدراته المالية المحدودة. إضافة إلى أن الأصول المالية المكونة لمحفظة الصندوق لا تتحرك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات، مما يتيح فرصة أكبر لتعويض أي هبوط في مستوى أي من فئات الأصول في محفظة الصندوق<sup>30</sup>؛

ب- توافر الخبرة و الاحتراف في إدارة الصندوق:

إن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، يستوجب التحليل والدراسة والإلمام بكافة متطلبات عملية الاستثمار: كبناء التشكيلة الملائمة، والاحتفاظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، ومراقبة حركة الأسعار في السوق لإضافة أوراق مالية جديدة إلى المحفظة، أو بيع أوراق مالية من المحفظة، بالإضافة إلى اختيار التوقيت المناسب لقرار الاستثمار، وكذا متابعة مستوى مخاطرة المحفظة للتأكد من أنها مازالت في المستوى المقبول<sup>31</sup>. وهذه المهارات لا تتوفر لدى كل المستثمرين، خاصة صغار المستثمرين، لذا تمنح صناديق الاستثمار فرصة الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة. فصناديق الاستثمار عادة ما تستخدم خبراء في مجال الاستثمار، ومستشارين محترفين وباحثين متميزين، كمسؤولي إدارة المخاطر والمحليين الماليين وخبراء للتفاوض في العمولة، ومتخصصين في برامج الكمبيوتر ووسائل الاتصال المتطورة وأنظمة المعلومات.

وهكذا فإن الإدارة المحترفة للصندوق، يمكنها اتخاذ القرارات الاستثمارية

بفاعلية أكبر من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها<sup>32</sup>؛

ج- المرونة وارتفاع معدل السيولة:

في معظم الأحيان يكون صندوق الاستثمار جزءاً من عائلة تضم مجموعة من الصناديق مختلفة الأغراض، تديرها إدارة واحدة، ويحق للمستثمر أن يحول استثماراته في صناديق الاستثمار المفتوح من صندوق إلى آخر، مقابل رسوم ضئيلة أو بدون تكلفة على الإطلاق، وهذه المرونة تقدم خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية<sup>33</sup>.

ومن جهة أخرى فإن السيولة بالنسبة للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف، وسبب ذلك الرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء من رسوم التسجيل وأجور السمسرة<sup>34</sup>. غير أنه يمكن للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد قيمة حصته إذا ما أراد ذلك، كلياً أو جزئياً وفي أي وقت شاء بتكلفة قليلة أو حتى دون تكلفة، كما يمكنه أيضاً الإبقاء على رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد<sup>35</sup>؛

#### د- التنظيم والرقابة:

تعتبر صناديق الاستثمار من أكثر الخدمات الاستثمارية تنظيماً وخضوعاً للرقابة من طرف السلطات الرقابية المختصة، حكومية أو شبه حكومية مثل البنوك المركزية، السوق المالية وغيرها.

كما تتميز صناديق الاستثمار بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أداؤها، إذ تقدم إلزامياً تقارير دورية عن أنشطتها للهيئات الرقابية على فترات منتظمة، ومن جهة أخرى يتم نشر ومتابعة أداء صناديق الاستثمار بالمقارنة مع كل مؤشر منها من قبل عدة جهات في السوق<sup>36</sup>؛

#### ه- تنوع الأهداف:

يوجد العديد من صناديق الاستثمار تختلف في أهدافها، وبذلك تلبى هدفاً أو أكثر من أهداف المستثمرين. فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس مال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، وثالثة تهدف إلى تحقيق الدخل وهكذا، ولذلك فصناديق الاستثمار تلبى رغبات النوعيات المختلفة من المستثمرين<sup>37</sup>؛

#### و- اقتصاديات الحجم:

يمكن للمستثمرين في صناديق الاستثمار، الاستفادة من الوفرة في عمولات السماسرة أو الوكالات عند شراء الصندوق للحصص الممكنة لهم، ذلك أن صناديق الاستثمار التي تتميز بكبر حجمها، عادة ما تقوم بشراء أو بيع أعداد كبيرة من الأوراق المالية، وبالتالي فإن نسبة العمولة المدفوعة لوسطاء التداول تكون أقل من تلك التي يدفعها المستثمر الفرد<sup>38</sup>؛

#### ز- تعبئة الموارد المالية الوطنية:

تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل والخارج، والحفاظ على المدخرات الوطنية وجذب الاستثمارات الأجنبية أيضاً، كما تساهم في دعم الثقة في السوق المالية<sup>39</sup>؛

#### ح- وسيلة استثمار جديدة للبنوك:

يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن توظف فائض السيولة المتاحة لديها، كما تساعد على زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يملكها البنك، بتحريك

المحفظة عن طريق بيع جزء منها لصندوق الاستثمار، وقد دأبت البنوك لسنوات طويلة على الاحتفاظ بمحفظة أوراقها المالية دون تحريكها، وخاصة بالنسبة للشركات الناجحة<sup>40</sup>.

### 3- دور صناديق الاستثمار في تعزيز استقرار الأسواق المالية:

لقد زادت أهمية صناديق الاستثمار في الأسواق المالية لتمتعها بمجموعة من المزايا المفضلة عن استثمار الأفراد، فقد كان للاستثمار الفردي تأثيرات سلبية على استقرار الأسواق المالية لطبيعة خصائص المستثمرين الأفراد، الذين يركزون على المضاربة لتحقيق الأرباح الرأسمالية أكثر من التركيز على أرباح الاستثمار الاعتيادية. ويتميز الاستثمار بواسطة الصناديق عن الاستثمار الفردي في أن<sup>41</sup>:

- هدف المستثمر الفرد يختلف عن هدف صندوق الاستثمار في تخصيص الأموال في المجالات الاستثمارية المختلفة؛

- للمستثمر الفرد حرية أكبر في مجال الاستثمار بينما يخضع صندوق الاستثمار لقيود تنظيمية وتشريعية عديدة؛

- يستند المستثمرون الأفراد في قراراتهم الاستثمارية إلى معلومات ضئيلة ويتأثرون كثيراً بالإشاعات في الوقت الذي يأملون بأن تعود عليهم استثماراتهم المتواضعة بأرباح مضاعفة خلال فترة زمنية قصيرة، في حين تستند صناديق الاستثمار في قراراتها على آراء خبراء متخصصين في المجالات الاستثمارية؛

- تعتمد الصناديق في قراراتها الاستثمارية على دراسات تفويم أسهم الشركات المدرجة آخذة في الاعتبار الأوضاع الاقتصادية وتوجهات أسواق الأسهم المحلية والعالمية، في حين نجد أن الأفراد يركزون في استثماراتهم على أسهم المضاربة ذات القيمة السوقية الصغيرة وهي متقلبة جداً ومتأثرة بالإشاعات، وغالباً ما تحصل مغالاة في تفويمها إذا قورنت بأسهم الشركات القيادية.

تشجع صناديق الاستثمار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بالأسواق المالية وكذا المستثمرين محدودي الموارد، أي صغار وكبار المستثمرين، لاستثمار مدخراتهم في الصناديق لما تقدمه هذه الأخيرة من مزايا كالإدارة المحترفة وتخفيض المخاطرة وتحقيق عائد متميز وغيرها، يصعب على المستثمر الفرد أن يحققها بمفرده.

وتقوم هذه الصناديق بدورها، باستخدام تلك المدخرات في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق، الأمر الذي يسهم في تنشيط واتساع تلك الأسواق<sup>42</sup>.

كما تضمن صناديق الاستثمار انتظام السوق المالية بعدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث بسبب المضاربات الجامحة على الأوراق المالية، ويعود سبب ذلك إلى اعتماد صناديق الاستثمار في تكوين حوافظها من الأوراق المالية الجيدة الصادرة عن الشركات ذات المراكز المالية الجيدة، وبعد ذلك عاملاً مؤثراً في تحقيق توازن العمليات في السوق المالي، فضلاً عن ذلك تعمل صناديق الاستثمار على استمرار حركة التعامل على الأوراق المالية على مدار السنة، وتزويد جمهور المستثمرين

الراغبين في الاتصال بالمعلومات والبيانات الصحيحة التي يتوصل إليها مديري الصناديق بما لهم من خبرة ودراية بالأوضاع المالية للشركات المتعاملة بالسوق<sup>43</sup>.

رابعاً: دور صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي يتناول الجزء الأخير من البحث الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي.

1- ملامح أداء السوق المالي السعودي:

يُبين الجدول (01) أهم ملامح أداء السوق المالية في عام 2011م مقارنة بعام 2012م، ويمكن عرض أهم مخرجاته في الآتي:

- ارتفع المؤشر العام للسوق المالية في العام 2012 م بنسبة 6.0% ليصل إلى 6801.2 نقطة مقارنة بعام 2011 م حين أغلق عند 6417.7 نقطة؛

- ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق المالية في عام 2012 م بنسبة 5.3% مقارنة بعام 2011م لتصبح 158 شركة مُدرجة؛

- بلغ عدد الأسهم المُصدرة للشركات المُدرجة في السوق المالية في عام 2012م 42.2 مليار سهم مقارنة ب 40.7 مليار سهم في عام 2011 م؛

- ارتفع عدد الأسهم المتداولة للشركات المُدرجة في السوق المالية في عام 2012 م بنسبة 70.1% مقارنة بعام 2011 م لتبلغ 82.5 مليار سهم؛

- ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المُصدرة للشركات المُدرجة في السوق المالية في عام 2012 م بنسبة 10.2% مقارنة بعام 2011 م إذ بلغت نحو 1400.3 مليار ريال؛

- بلغت قيمة الأسهم المتداولة للشركات المُدرجة في السوق المالية في عام 2012 م 1929.3 مليار ريال بارتفاع نسبته 75.6% عن عام 2011 م، وبمتوسط تداول يومي قيمته 7.7 مليار ريال؛

- ارتفع عدد الصفقات المُنفذة من نحو 25.5 مليون صفقة عام 2011م إلى نحو 42.1 مليون صفقة عام 2012 م وبنسبة ارتفاع بلغت 65.1% عن عام 2011 م.

الجدول رقم (01): أهم ملامح التداول في السوق المالية

معلومات التداول	2009	2010	نسبة التغيير	2011	2012	نسبة التغيير
عدد الشركات المُدرجة	134	146	9.0%	150	158	5.3%
عدد الصفقات المنفذة (مليون صفقة)	36.4	19.5	-46.4%	25.5	42.1	65.1%
عدد الأسهم المُصدرة (مليار)	41.2	39.6	-3.9%	40.6	42.2	3.8%
القيمة السوقية للأسهم المُصدرة (مليار ريال)	1195.5	1325.4	10.9%	1270.8	1400.3	10.2%
عدد الأسهم المتداولة	57.3	33.5	-41.5%	48.5	82.5	70.1%



						(مليار)
1264.0	759.2	-39.9%	1098.8	1929.3	75.6%	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)
250	249	-0.4%	248	251	1.2%	عدد أيام التداول
145.8	78.4	-46.2%	103.0	167.7	62.8%	المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة (ألف صفقة)
228.5	13.2	-42.0%	195.7	328.9	68.1%	المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
5056.1	3048.9	-39.7%	4430.8	7686.5	73.5%	المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)
6121.8	6620.8	8.2%	6417.7	6801.3	6.0%	المؤشر العام (نقطة)

المصدر: التقرير السنوي لهيئة السوق المالي السعودي (2010-2012)

## 2- التداول حسب نوع المستثمرين وجنسياتهم

إلى جانب المواطنين، يتاح التعامل في سوق المال السعودية حالياً لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي والمقيمين في البلاد وفق شروط محددة، كذلك يتسنى للأجانب غير المقيمين التداول عن طريق اتفاقيات المبادلة التي أقرت في أوت 2008. وقد كشف التقرير الإحصائي للمستثمرين حسب الجنسية لشهر فيفري الصادر عن شركة السوق المالية السعودية "تداول":

- أن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال شهر فيفري 2014 بلغت نحو 135.15 مليار ريال، بانخفاض قدره (2.94%) عن تداولات شهر جانفي من العام 2014، والتي كانت 139.25 مليار ريال، نفذت من خلال 2.22 مليون صفقة؛

- وبين التقرير أن إجمالي مبيعات الأفراد بلغت 122.27 مليار ريال أي بنسبة (90.46%) من جميع عمليات السوق أما عمليات الشراء فقد بلغت 116.05 مليار ريال أي بنسبة (85.86%) من جميع عمليات السوق. بينما بلغت مبيعات الشركات السعودية 9.71 مليار ريال أي ما تشكل نسبته (7.18%) أما عمليات الشراء فقد بلغت 15.02 مليار ريال أي ما نسبته (11.11%)؛

- في حين بلغت مبيعات المستثمرين الخليجين 2.04 مليار ريال أي بنسبة (1.51%) أما المشتريات فقد بلغت 2.63 مليار ريال أي ما نسبته (1.95%)؛

- وبلغت مبيعات الأجانب المقيمين 1.95 مليار أي ما نسبته (1.44%) وقد بلغت مشترياتهم 2.36 مليار ريال أي ما نسبته (1.75%) أما مبيعات الأجانب عبر اتفاقيات المبادلة فقد بلغت 1.39 مليار ريال أي ما نسبته (1.04%) أما المشتريات فقد بلغت 1.69 مليار ريال وهو ما تشكل نسبته (1.26%).

ويمكن توضيح ذلك في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): إحصائيات التداول حسب تصنيف الجنسية ونوع المستثمر- شهر فيفري 2014

الصفقات	عدد	كمية الأسهم	%	قيمة الأسهم المتداولة	نوع المستثمر	الجنسية
1,988,724	4,535,282,716	%83.93	113,430,253,494	أفراد	سعودي	شراء
131,494	440,872,257	%11.11	15,019,210,598	مؤسسات		
5,196	7,439,148	%0.19	255,940,198	أفراد	خليجي	
22,421	50,596,281	%1.76	2,381,883,971	مؤسسات		
54,775	120,768,111	%1.75	2,366,810,741	أفراد	أجنبي(مقيم)	
25,385	33,496,369	%1.26	1,699,390,898	أجنبي (اتفاقية مبادلة)		
2,227,995	5,188,454,882	%100	135,153,489,899	إجمالي الشراء		
2,077,027	4,745,432,585	%88.83	120,050,573,757	أفراد	سعودي	بيع
66,518	293,521,785	%7.18	9,710,225,841	مؤسسات		
4,285	7,964,039	%0.20	269,173,933	أفراد	خليجي	
15,224	42,732,300	%1.31	1,773,613,987	مؤسسات		
52,865	72,209,664	%1.44	1,950,130,422	أفراد	أجنبي(مقيم)	
12,076	26,594,509	%1.04	1,399,771,959	أجنبي (اتفاقية مبادلة)		
2,227,995	5,188,454,882	%100	135,153,489,899	إجمالي البيع		

المصدر: إحصائيات السوق المالي السعودي (تداول) 2014

من خلال الجدول يتضح أن المستثمرون الأفراد لا يزالون يسيطرون على نسبة كبيرة جدا من إجمالي عمليات السوق؛ ربما يرجع ذلك إلى نقص الثقة بالاستثمار المؤسسي وأيضا إلى تواضع الصعيد المعرفي بأنماط الاستثمار المؤسسي المتاحة أمام المستثمرين.

وفي وقت سابق، أفاد تقرير<sup>44</sup> نشرته "فايننشال تايمز" اللندنية بأنه في حال فتح سوق المال السعودية بالكامل لمديري الموجودات الأجانب الذين يتعاملون حاليا عن طريق اتفاقيات المبادلة عبر شركات الوساطة، سيكون الأمر مسألة وقت قبل أن تصبح السوق السعودية ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة، وقد توازي في أهميتها

السوق الهندية وسوق جنوب إفريقيا في جانب الاستثمار المؤسسي، ويقول التقرير إنه ربما كانت سوق الأسهم في المملكة هي الأضخم والأكثر سيولة في البلاد العربية الغنية بالنفط، لكن حتى عهد قريب كان من شبه المستحيل على المستثمرين الدوليين أن يصلوا إليها، على أن هذا بدأ يتغير تدريجياً؛ ففي أوت 2008، سمحت هيئة السوق المالية السعودية للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم السعودية بشكل غير مباشر بواسطة "اتفاقيات المبادلة" عن طريق الوسطاء المرخص لهم في المملكة. ولا تعطي الاتفاقيات حقوقاً تصويتية، لكن القرار أتاح للمستثمرين الأجانب لأول مرة الوصول مباشرة إلى الأسهم الفردية بعد أن كانت مقصورة على المستثمرين السعوديين والمستثمرين الخليجيين والمقيمين في البلاد.

أما عن نشاط المشتقات المالية فقد ارتفعت عمليات المشتقات المالية في المملكة سنة 2012 بنحو 43.5 مليار ريال أي بنسبة 4.8% لتبلغ 940.8 مليار ريال، مقارنة بنحو 897.3 مليار ريال في نهاية 2011، وشكلت المشتقات المالية سنة 2012 نسبة 59.2% من الحسابات النظامية (خارج الميزانية)، مقارنة بنحو 60.4% خلال عام 2011<sup>45</sup>.

### 3- تطور صناديق الاستثمار في السوق السعودي:

تتضمن هذه النقطة تطور صناديق الاستثمار السعودية من حيث عددها وحجم أصولها وعدد المشتركين فيها، من خلال مقارنة بياناتها لعامي 2011 و 2012.

أ- عدد صناديق الاستثمار:

تبرز تطورات عدد صناديق الاستثمار لعامي 2011 و 2012 فيما يلي (الشكل

02):

- انخفض عدد صناديق الاستثمار في نهاية عام 2012 بنسبة 5.9% لتبلغ 256 صندوق مقارنة بـ 272 صندوقاً عام 2011، و عام 2013 انخفض عددها إلى بصندوقين حيث وصل 252 صندوقاً؛

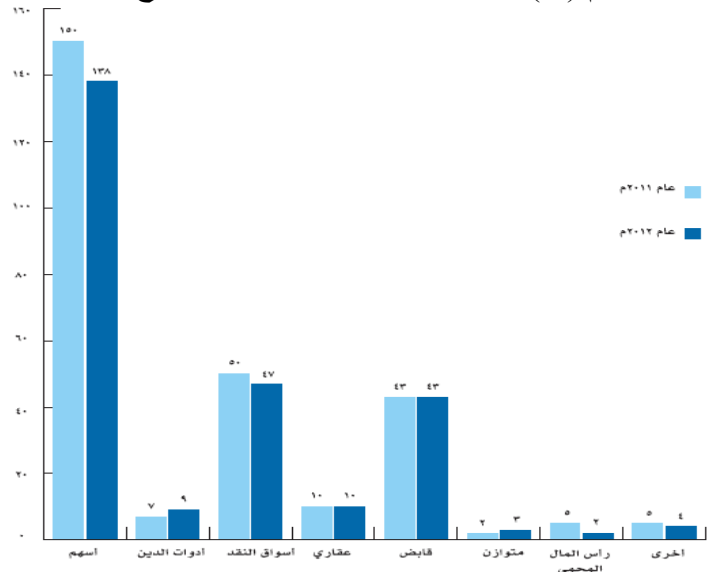
- اظهر عدد صناديق الاستثمار عام 2012 ارتفاعاً في كل من صناديق أدوات الدين والصناديق المتوازنة بنسبة 28.6% و 50% على التوالي ليبلغا 9 و 3 صناديق على الترتيب؛

- تراجع عدد الصناديق المستثمرة في الأسهم من 150 صندوقاً عام 2011 إلى 138 صندوقاً عام 2012 ؛

- تراجع عدد الصناديق المستثمرة في أسواق النقد ورأس المال المحمي عام 2012 بنسبة 6% و 60% على التوالي؛

- وشهد عام 2013 ارتفاعاً في عدد صناديق الأسهم والعقارية بنسبة 2.17% و 30% على التوالي، بينما تراجع عدد الصناديق المستثمرة في كل من أدوات الدين وأسواق النقد والقابضة والمتوازن ورأس المال المحمي بـ 11.1% و 42.5% و 46.5% و 33.3% و 100% على التوالي وذلك مقارنة بعام 2012.

الشكل رقم (02): عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الاستثمار



المصدر: التقرير السنوي (2012) لهيئة السوق المالي السعودي

#### ب- حجم أصول صناديق الاستثمار:

تبرز أهم نتائج صناديق الاستثمار في عام 2012 مقارنةً بعام 2011 في ما يتعلق بحجم أصول الصناديق المُدارة من الأشخاص المرخص لهم، ارتفاع إجمالي حجم أصول صناديق الاستثمار في عام 2012 بنحو 5.9 مليار ريال ونسبة 7.2%، ليبلغ نحو 88 مليار ريال مقارنةً بـ 82.1 مليار ريال في عام 2011 وارتفعت قيمة أصول الصناديق بـ 17.1% سنة 2013 لتصل إلى ما يقارب 103.1 مليار ريال مقارنةً بسنة 2012، وعند استعراض قيم أصول الصناديق مصنفةً بحسب نوع الاستثمار يلاحظ:

- ارتفاع قيمة الأصول المستثمرة في صناديق أسواق النقد عن عام 2011 بنحو 4.3 مليار ريال (8.7%) لتصل إلى 53.9 مليار ريال عام 2012، وهي بذلك تمثل النصيب الأكبر من إجمالي قيمة أصول الصناديق بنسبة 61.3% مقارنةً بنسبة 60.4% سنة 2011 وبلغت 60.9 مليار ريال سنة 2013 بنسبة 12.9%؛

- ارتفعت قيمة الأصول المُدارة في صناديق الأسهم عام 2012 بنسبة 5.1% لتبلغ 28 مليار ريال مقارنةً بمبلغ 26.6 مليار ريال عام 2011، وهو يمثل ما نسبته 31.8% من إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار، بينما بلغت 34.4 مليار ريال (23.3%) عام 2013؛

- وارتفعت أيضاً قيم الأصول المستثمر في كل من صناديق أدوات الدين والصناديق القابضة والصناديق العقارية عام 2012 بنسب 124.2% و 0.6% و 1.4% على التوالي عما كانت عليه عام 2011، فيما تراجعت قيم الأصول المستثمرة في صناديق رأس المال المحمي والصناديق المتوازنة والصناديق الأخرى عام 2012 بمبالغ 187.2 و 51.4 و 20.2 مليون ريال على التوالي مقارنةً بما كانت عليه عام 2011، وشهدت قيمة أصول الصناديق العقارية والصناديق المتوازنة والصناديق الأخرى

ارتفاعاً بمبالغ 1543.7 و 66.3 و 81.1 مليون ريال على التوالي عام 2013 مقارنة بما كانت عليه عام 2012، فيما تراجعت قيم أصول صناديق أدوات الدين وصناديق رأس المال المحمي بنسب 11.1% و 100% على التوالي في عام 2013 مقارنة بعام 2012. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (03): قيم أصول صناديق الاستثمار بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عام 2012		عام 2011	
	النسبة إلى التغير (%)	النسبة إلى الإجمالي (%)	النسبة إلى الإجمالي (%)	قيم الأصول (مليون ريال)
الأسهم	5.1%	31.8%	32.4%	26628.4
أدوات الدين	164.2%	0.7%	0.3%	241.2
أسواق النقد	8.7%	61.3%	60.4%	49544.1
عقاري	1.4%	2.9%	3.1%	2550.6
قايض	0.6%	3.1%	3.3%	2715.6
متوازن	44.5 - %	0.1%	0.1%	115.6
رأس المال المحمي	81.2 - %	0.05%	0.3%	230.5
أخرى	40.1 - %	0.03%	0.1%	50.4
الإجمالي	100%	100%	100%	82067.4

المصدر: التقرير السنوي (2012) لهيئة السوق المالي السعودي

ج - تطور عدد المستثمرين في صناديق الاستثمار:

حقق إجمالي عدد المستثمرين في صناديق الاستثمار تراجعاً عام 2012 بنسبة 6.2% ليصل إلى 275.3 ألف مستثمر مقارنةً بـ 293.5 ألف مستثمر عام 2011، وتراجع إلى 257.8 ألف مستثمر عام 2013. وباستعراض عدد المستثمرين في الصناديق بحسب نوع الاستثمار يلاحظ:

- انخفاض عدد المستثمرين في صناديق الأسهم بنسبة 6.2% إلى 212.1 ألف مستثمر مقارنةً بعام 2011 226.2 ألف مستثمر عام 2011 ورغم تراجع العدد لا يزال يمثل 77.1% من إجمالي عدد المستثمرين في الصناديق المختلفة، بينما تراجع عام 2013 إلى 197.5 ألف مستثمر؛

- تراجع عدد المستثمرين في الصناديق المستثمر في أسواق النقد بنسبة 5.6% ليبليغ 51.8 ألف مشترك عام 2012 مقارنةً بعام 2011، أما في عام 2013 فقد تراجع إلى 49 ألف مستثمر؛

- تحقق الارتفاع الوحيد في عدد المستثمرين في صناديق أدوات الدين الذي بلغ 249 ألف مستثمراً بنهاية عام 2012 مقارنةً بـ 42 ألف مستثمر في العام 2011، بنسبة ارتفاع 492.9%، أما في عام 2013 فقد كان الارتفاع في العدد في كل من الصناديق العقارية والصناديق الأخرى بنسبة 10% و 44.8% على التوالي.

الجدول رقم (04): عدد المستثمرين في صناديق الاستثمار بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عام 2012		عام 2011	
	النسبة إلى التغير (%)	عدد المستثمرين	النسبة إلى الإجمالي (%)	عدد المستثمرين
الأسهم	6.2 - %	212128	77.1%	226204
أدوات الدين	492.9%	249	0.01%	42

%5.6 -	%18.8	51758	%18.7	54839	أسواق النقد
%0.0	%1.7	4565	%1.6	4565	عقاري
%5.7 -	%2.1	5845	%2.1	6201	قايض
%27.4 -	%0.2	497	%0.2	675	متوازن
%81.9 -	%0.1	154	%0.3	849	رأس المال المحمي
%20.7 -	%0.03	96	%0.04	121	أخرى
%100	%100	275292	%100	293506	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي (2012) لهيئة السوق المالي السعودي

#### خامساً: الاستنتاجات والتوصيات

على ضوء ما تضمنته النقاط السابقة في البحث، يمكن التوصل إلى عدد من الاستنتاجات والتوصيات والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية:

##### 1- الاستنتاجات:

تتمثل الاستنتاجات المتوصل إليها فيما يلي:

- تهدف الهندسة المالية إلى إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل عن طريق تصميم وتطوير وتنفيذ أدوات وآليات مالية مبتكرة، وعلى هذا الشكل يمكن أن تسهم في تخفيض تكاليف المعاملات وتغطية المخاطر وتلبية حاجات المستثمرين؛

- لا يكفي أن تكون منتجات الهندسة المالية فقط جديدة بقدر ما تكون مفيدة، فإذا استخدمت بغرض تخطي الحواجز والتشريعات التي تفرضها السلطات لزيادة الربحية فسوف تأثر على استقرار الأسواق المالية؛

- يولد الخطأ في تطبيق الهندسة المالية مهما كانت جسامته عقاباً أكبر بكثير ولا يتناسب وجسامة الخطأ؛

- يؤدي الاستثمار المؤسسي (صناديق الاستثمار، التقاعد، التحوط، البنوك وشركات التأمين) دوراً محورياً ومهيماً في الأسواق المالية الناضجة، من خلال تمكين المستثمرين الأفراد للاستفادة من الأسواق المالية عن طريق الخدمات التي يقدمها مديرو الأصول المحترفون، الذين يمكنهم تحسين كفاءة الأسواق المالية والوصول إلى رؤوس الأموال وحوكمة الشركات، والانتقال إلى أسواق مالية أكثر استقراراً وسيولة؛

- يظل النقص النسبي في وجود المستثمرين المؤسسيين أحد الخصائص المميزة لسوق الأسهم السعودي، ولا يزال المستثمرون الأفراد يسيطرون على 90% أو أكثر من التبادل في السوق، في حين أن هذا النوع من المؤسسات يسيطر على الأسواق المالية الغربية؛

- تتمتع صناديق الاستثمار في السوق السعودي بتاريخ قوي، لكنها تظل صغيرة الحجم نسبة إلى إجمالي عمليات السوق. وتتوافر هذه الصناديق الاستثمارية على نطاق واسع في فئات الأصول الرئيسية، ومن أبرزها الأسهم واستثمارات الدخل الثابت، وحتى العقارات. وتعد الصناديق الحكومية والتجارية مستثمراً مؤسسياً مهماً في المملكة؛

- تسهم صناديق الاستثمار في زيادة فاعلية السوق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي، زيادة على كفاءته في استثمار الأبحاث والدراسات والمعلومات الاستثمارية اللازمة للتقييم العادل للأسهم المتداولة.

## 2- التوصيات:

- تتمثل التوصيات التي يمكن الاستفادة منها في مجال الهندسة المالية فيما يلي:
  - مراقبة ومتابعة التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية من خلال الاعتماد على معلومات أكثر دقة عن التدفقات المالية والسيولة وإدارة المخاطر؛
  - وضع المزيد من الضوابط التي تحكم التعاملات بمنتجات الهندسة المالية للحفاظ على توازن السوق؛
  - الحرص على زيادة الوعي المعرفي في أوساط المستثمرين بأهمية الاستثمار في الصناديق بدلا من الاستثمار المباشر، لأن زيادة عدد الصناديق في السوق المالي مقابل عدد أقل من الأفراد سيكون له أثر ايجابي على استقرارها؛
  - العمل على زيادة ثقة المستثمرين بصناديق الاستثمار من خلال مزيد من الحوكمة والإفصاح والشفافية، بهدف تحسين أداء السوق؛
  - تطوير قاعدة المتداولين ليس من خلال توسيع حجم شريحة صناديق الاستثمار على حساب حجم شريحة المستثمر الفردي فحسب، وإنما من خلال مواءمة ظروف السوق، بما يتوافق ومتطلبات الصناديق.
- الهوامش

<sup>1</sup> - غازي شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، سلسلة قضايا اقتصادية 36، صندوق النقد الدولي.  
<sup>2</sup> - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، ج 1، د.ت.ن، ص 13.

<sup>3</sup> - John D. Finnerty, Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, Financial Management Association International and Blackwell Publishing, pp :14-15.  
([http://www.academia.edu/3344911/Financial\\_Engineering\\_in\\_Corporate\\_Finance\\_An\\_Overview](http://www.academia.edu/3344911/Financial_Engineering_in_Corporate_Finance_An_Overview) 14/03/2014)

<sup>4</sup> - Liew Soon Bin and Edmond C. Prakash, Hierarchical Volume Visualization for Financial Data, School of Computer Engineering, Nanyang Technological University, Nanyang Avenue, Singapore-639798 ([http://sydney.edu.au/engineering/it/~vip2000/poster/bin\\_vis.doc](http://sydney.edu.au/engineering/it/~vip2000/poster/bin_vis.doc))

<sup>5</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 14-19.  
<sup>6</sup> - سالم السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي للاستثمار، بيت المشورة للتريب الكويت، أبريل 2004، ص 8.

<sup>7</sup> - فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 158.  
<sup>8</sup> - <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/s/shelf-registration> 15/03/2014

<sup>9</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 239 - 240.  
<sup>10</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 51.  
<sup>11</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004، ص 182.  
<sup>12</sup> - عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 277-284  
<sup>13</sup> - المرجع السابق.  
<sup>14</sup> - من المراجع التالية:

-Didier Vitrac, Tout Savoir sur la Bours, Gualino éditeur, Paris, 2001, p 252.

- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، ج2، ط1، 2002، ص 59.
- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، ط1، 1995، ص134.
- <sup>15</sup> - Guy Caudamine , Jean Montier, Banque et marchés Financiers, Economica, Paris, France, 1998, p 388.
- <sup>16</sup> - the Statistics Department International Monetary Fund, Financial Derivatives, Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington, D.C., October 21–23, 1998, p2-3. (<https://www.imf.org/external/bopage/pdf/98-1-20.pdf> 14/03/2014)
- <sup>17</sup> - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 8.
- <sup>18</sup> - Bertrand Jaquillat, Bruno Sonlik, Marché Financier Gestion de Portefeuille et des Risques, Dunod, Paris, France, 2002, p 361.
- <sup>19</sup> - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية القاهرة، مصر، 2004، ص113.
- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 12- 13.
- <sup>20</sup> - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية القاهرة، 2001، ص 468.
- <sup>21</sup> - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ت. ن، ص 415.
- <sup>22</sup> - Aimé Scannavino, Les marchés financiers internationaux, Dunod, Paris, 1999, p 76 .
- <sup>23</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003- 2004، ص 560- 562.
- <sup>24</sup> - Guy Caudamine, Jean Montier, op. cit, p 404.
- <sup>25</sup> - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 385.
- <sup>26</sup> - من المراجع التالية:
- Guy Caudamine, Jean Montier, op. cit, p 404.
- عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 119.
- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 408.
- <sup>27</sup> - هيئة السوق المالية السعودية، صناديق الاستثمار، الإصدار الثالث، المملكة العربية السعودية، ص2-3.
- محمد بوجلل، الأسواق المالية والصناديق الاستثمارية، مطبوعة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسفير، سطيف، 2001، ص 27.
- <sup>28</sup> - أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 1.
- <sup>29</sup> - أحمد صلاح عطية، مشكلات المراجعة الخارجية لصناديق الاستثمار: دراسة استطلاعية على عينة من مراقبي الحسابات في القاهرة، مجلة الإدارة العامة، دورية علمية متخصصة، معهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، المجلد الأربعون، العدد الرابع، جانفي 2001، ص 767.
- <sup>30</sup> - رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق رأس المال، المؤسسات) ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 230.
- هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق، ص4.
- صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 840.
- <sup>31</sup> - نادية أبو فخرة، محمد صبح، شامل الحمودي، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري، مصر، ص 362.
- <sup>32</sup> - أحمد عبد الله بيت المال، خالد أحمد كاجيجي، صناديق الاستثمار ماهيتها، أنواعها ودورها، ورقة عمل مقدمة لندوة تطوير سوق الأوراق المالية، جامعة قارونس، ليبيا، 2005، ص 4.
- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص7.
- <sup>33</sup> - أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 767



- 34 - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 841.
- 35 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص 202.
- 36 - زينب السيد سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، دورية علمية متخصصة، معهد الإدارة العامة، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الأول، الرياض، المملكة العربية السعودية، أبريل 1999، ص 87.
- 37 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 203.
- 38 - هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، 8-9 مايو 2005، ص 6.
- 39 - أحمد عبد الله بيت المال، خالد أحمد كاجيجي، مرجع سابق، ص 6.
- 40 - منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1995، ص 47.
- 41 - هنري عزام الرئيس التنفيذي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في "دويتشه بنك"، "غياب الاستثمار المؤسسي يعوق تطور أسواق الأسهم العربية"، مقال منشور في جريدة الحياة اللبنانية بتاريخ: 2007/11/08 متوفر على الرابط:
- [http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad\(27\)/844.htm](http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad(27)/844.htm)
- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية جامعة الاسراء الخاصة، ص 12. متوفر على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/02/ffff.pdf>
- 42 - منى قاسم، مرجع سابق، ص 48-49.
- 43 - خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار: عرض لتجربة الكويت، مداخلة في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص 11. [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/6.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/6.swf)
- 44 مقال منشور على صحيفة الاقتصاد الإلكترونية، متوفر على الرابط:
- [http://www.aleqt.com/2011/03/28/article\\_519952.html](http://www.aleqt.com/2011/03/28/article_519952.html)
- 45 - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التاسع والأربعون: أحدث التطورات الاقتصادية 2013.