

صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية

نور الدين جليد - المركز الجامعي تيبازة

إبراهيم مزبود - جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الصناديق الاستثمارية في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وهذا في إطار الضعف التي تعاني منه بورصة الجزائر كوعاء استثماري فعال ومنشط لها، خاصة وأنه يستهدف جميع المستثمرين مهما تكن قدرة ادخارهم بالإضافة إلى الخبرة الفنية التي تمتع بها من جهة والقدرة على تطوير محفظة الأوراق المالية التي تحوزها من المدخرين خاصة فئة المدخرين الصغار.

الكلمات المفتاحية : سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، تمويل ، ادخار.

Abstract :

This study aims to highlight the role of investment funds in stimulating investment in the stock market and this in the context of vulnerability that suffered by the Stock Exchange Algeria as an investment and effective stimulant to her, especially as it targets all investors regardless of the ability of saving addition to the expertise enjoyed by the one hand and the ability to the development of a portfolio of securities that are held by private savers category of small savers.

keywords : stock market, mutual Fund, finance, savings

المقدمة:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما في تعبئة الموارد المالية الضرورية في العملية التنموية لمختلف اقتصاديات دول العالم وبهذا تجنبها اللجوء إلى مصادر تمويل قد لا

تتلاءم وأهدافها التنموية، لذا أصبحت الدول تتسارع في إنشاء هذه الأسواق أو العمل على تطويرها وتحسين أدائها واستقطاب أكبر عدد من المستثمرين فيها. إلا أن اقتصرها على كبار المستثمرين وكبار المدخرين فيها حرم فئة كبيرة من المدخرين من الدول إليها واقتناء المعروض من أدواتها المالية بسبب محدود مدخراتهم أو قلة خبرتهم في مجال الاستثمار أو تطوير محفظتهم الأوراق المالية، لذا كان لا بد من إيجاد أداة استثمارية موجهة للمستثمرين ذات المدخرات الضعيفة والذين ليس لهم دراية بمتابعة الأدوات المالية والتي تدعى بصناديق الاستثمار والتي سارعت معظم دول العالم إلى تبنيها وإنشائها نظرا للدور الكبير التي أصبحت تؤديها خاصة فيما تعلق بتنشيط سوق أوراقها المالية التي تتسم بضعف نشاطها كما هو الحال في الجزائر من خلال إنشائها لهيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وللوقوف على واقع صناديق الاستثمار وطبيعتها ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية ارتأينا تناول العناصر التالية:

❖ المحور الأول: ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها

❖ المحور الثاني: مصادر أموال صناديق الاستثمار وأساليب إدارتها

❖ المحور الثالث: واقع صناعة صناديق الاستثمار في العالم ودورها في الأسواق المالية العالمية

❖ المحور الرابع : واقع صناديق الاستثمار في الجزائر واليات تفعيلها

المحور الأول: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار احد أهم قنوات الاستثمار على الإطلاق بالنسبة للمستثمرين ذوي المدخرات المحدودة، والذين لا يستطيعون متابعة أداء الأسواق المالية، وليس لهم الدراية والعلم بعالم الاستثمار في الأوراق المالية، وللوقوف على الجوانب المختلفة لهذا الوعاء الاستثماري نستعرض النقاط التالية:

1. نشأة صناديق الاستثمار:

ترجع نشأة صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر في هولندا، ومنها انتقلت إلى فرنسا ومن ثم إلى بريطانيا، والتي كانت آنذاك في مقدمة الدول الصناعية، وظهرت صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة في نهاية الثلاثينيات من القرن الماضي، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها ونشأتها وإدارتها في العام 940 ، والذي عُرف حينئذ بقانون شركات الاستثمار، وقد تطورت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة في أعقاب الحرب العالمية الثانية، كما تطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها وتنوعت وظائفها، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.

وعلى الصعيد العربي فكانت المملكة العربية السعودية السبقة في وضع هذه التجربة حيث انشأ البنك الأهلي التجاري أو صندوق استثماري باسهم الصندوق الأهلي للدولار القصير الأجل في ديسمبر 1977 ، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار المنظمة لها 14 سنة من بعد، أما باقي الدول العربية فاضت التجربة بنسب متفاوتة من الإقبال والنجاح، اتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها، وجاءت دولة الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية إذ بدأت تجربتها سنة 1985 وتبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994 ثم المغرب سنة 1995، ثم لبنان سنة 1996 ، الأردن سنة 1997 ⁽¹⁾، الجزائر سنة 1998 .

2. تعريف صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار بأنه عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دورياً، وتستثمر الصناديق الاستثمارية في الأسهم والسندات أو النقد أو العملات وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه ⁽²⁾.

3. أنواع صناديق الاستثمار

تنقسم صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع من حيث عدة معايير:

أ. على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها :

تصنف صناديق الاستثمار وفق للأدوات المالية المكونة لها إلى (3):

- **صناديق الأسهم العادية:** تشمل فقط على أسهم عادية، أي تتكون محافظ استثماراتها المالية من تشكيلة متنوعة من الأسهم المالية وفي هذا النوع من الصناديق يضع المستثمرين هدف الربح في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

- **صناديق السندات:** تتكون من تشكيلة متنوعة من السندات مختلفة الآجال وجهات الإصدار تدخل في نطاق صناديق طويلة ومتوسطة الأجل، هناك سندات تصدرها الحكومة وهناك من تصدرها منشآت أخرى، فهناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، تناسب مع ظروف المستثمر غير القادر على تحمل المخاطر، وهناك صناديق ذا سندات مرتفعة الجودة ومرتفعة المخاطر للذين يرغبون في المخاطرة، وهناك صناديق تتكون من سندات تصدرها الحكومة المحلية (في الو م أ) تتميز بكون عوائدها معفاة من الضريبة، ويبلغ الحد الأدنى في مثل هذه الصناديق 5000 دولار.

- **الصناديق المتوازنة:** وهي صناديق تتكون محافظ استثماراتها المالية من مزيج متوازن من الأسهم العادية السندات والأوراق المالية الأخرى، وذلك بهدف توفير دخل مناسب ومنظم مع تحقيق زيادة في هذا الدخل خلال فترة زمنية معينة.

- **صناديق متخصصة:** مثل هذه الصناديق تنحصر استثماراتها أو أموالها في أوراق مالية خاصة بقطاع اقتصادي معين أو بفرع معين مثل قطاع الكهرباء أو الاسمنت... الخ، أو قد تنحصر استثماراتها في نطاقات جغرافية محددة مثل الاستثمار في الأوراق المالية الأمريكية... الخ.

- **صناديق سوق النقد:** وهي الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالبانوك

التجارية، ومن بين هذه الأوراق أذونات الخزائنة، شهادات الإيداع والكمبيالات ومن سمات هذه الصناديق أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية لأي أوراق لا تتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة.

ب. من حيث الهيكل التمويلي

تنقسم إلى نوعين⁽⁴⁾ :

- **صناديق استثمار ذات نهاية مغلقة:** وهي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المتاحة في وثاقها من قبل الجمهور محددا بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددًا ثابتًا من الوثائق المالية يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته.

وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز للملكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها كما أن إدارة هذه الصناديق لا تقوم عادة بالشراء منهم، وإذا يرغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة)، أو في السوق غير المنظمة (التجار والسماسرة)، من طرف التجار والسماسرة لذا يطلق البعض عليها بالصناديق ذات التداول العام.

- **صناديق ذات النهاية المفتوحة:** هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثاقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق لتلبية حاجة المستثمرين، وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة الشراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق إذا في التخلص منها جزيا أو كليا، ولذلك فإنها تحرص دائما على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أية لحظة يطلب المستثمر ذلك، هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في الصناديق ذات النهاية المغلقة.

3. وفق الأهداف المقررة للصندوق⁽⁵⁾:

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين وهناك أربعة أهداف هي: النمو والدخل والنمو وإدارة الضريبة، فهناك صناديق ذات أهداف مزدوجة.

- **صناديق النمو:** تهدف هذه الأنواع من الصناديق إلى تحسين في القيمة السوقية للتشكيلة المتكون منها هذه الصناديق، ولذا تشمل عادة على أسهم عادية لمنشآت صناعية لأنها تتسم بدرجة عالية من النمو حيث تظهر سجلات هذه المنشآت نموًا في المبيعات وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي على نمو الأموال المستثمرة، وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة تزيد من الأرباح وبالتالي ينعكس على القيمة السوقية للسهم (تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع كما تناسب الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم).

- **صناديق الدخل:** تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم لذا تشمل هذه الصناديق تشكيلة متكونة من سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة تكون لها أرباح تقريبا ثابتة ويخضعون لضريبة صغيرة.

- **صناديق الدخل والنمو:** تشمل هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على جزء من عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم كما يرغبون في تحقيق نمو لاستثماراتهم تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية وأوراق مالية ذات دخل ثابت قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه-كهرباء-هاتف) في مناطق ذات سكان كثيرون وتميز من هذه الصناديق من تعطى الأولوية لهدف الدخل وصناديق تعطى الأولوية لهدف النمو.

- **صناديق إدارة الضريبة:** في تلك الصناديق التي لا تجذب توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعرف قيمتها، وهنا لا محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم (الضريبة تؤخذ من الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ

الأصلي المستثمر) تناسب هذه الصناديق المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة أو المستثمر الذي يخضع إلى ضريبة عالية.

4. مزايا صناديق الاستثمار :

إن رجوع أهمية الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار في الأسواق المالية لمزايا عديدة تتسم لها ونذر منها ما يلي:

- **الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة :** في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بالشراء المباشر للأسهم من السوق، يصبح إلزاميا الاطلاع على كافة متطلبات العملية فهو الذي يتخذ القرار الاستثماري بما يتضمن من باء التشكيلة الملائمة ويراقب حركة الأسعار في السوق، وعليه أن يختار التوقيت المناسب لاتخاذ القرارات والتصرف.

- **التنوع الكفء:** إن من مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على التنوع فليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أموالها في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم.

- **المرونة والملازمة:** في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر إذا كانت الإدارة مسؤولة عن صندوق أو أكثر، هذه المرونة من شأنها تقديم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية يضاف إلى ذلك الصناديق مستعدة على الدوام لاسترداد وثائقها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كليا أو جزئيا، كما يمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو عن طريق دفعات شهرية أو سنوية أو نصف سنوية، كما يمكنه الإبقاء على رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه كما له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا ما أراد ذلك.

- **السيولة :** تتسم وثاق صناديق الاستثمار خاصة المفتوح منها بخاصية السيولة المرتفعة، إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة التي (لا تتجاوز عادة أسبوعا).

كما أن صناديق الاستثمار تحقق وتوفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين، لا يمكن الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر.

المحور الثاني: مصادر أموال صناديق الاستثمار وأساليب إدارتها

1. مصادر تمويل صناديق الاستثمار:

تتكون مصادر الاستثمار لصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة من حصيلة بيع أسهمها مطروحا منها تكاليف الإصدار والتي قد تصل إلى 7.5 % من قيمة الأسهم المصدرة وتتكون التكاليف عادة من رسوم البيع لهذه الأسهم والعمولات التي تتقاضاها شركات الوساطة المالية (سماسرة الأوراق المالية).

أما أسس تشغيل مواردها فتعتمد على استخدام الموارد بصورة تحقق الأهداف الاستثمارية لها كتنوع الاستثمارات وتحقيق عائد مجد للمستثمرين، فتلجأ إلى تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتكون من استثمارات متعددة في أسهم شركات مختلفة وسندات حكومية وسندات شركات، كما تدخل في محافظ استثمارية الاستثمار في أدوات السوق النقدي كأذونات الخزنة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية التي تصدرها شركات الكبيرة ذوات المراكز المالية والإدارية القوية للتمويل بعض عملياتها، وهناك من شركات الاستثمار من يستثمر في نوع واحد من الأوراق المالية فتجد مكونات محفظتها إما أسهما أو سندات⁽⁶⁾.

2. أساليب إدارة صناديق الاستثمار

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى أصبحت تدار من قبل المحترفين لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزا، وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة الصناديق:

- **أسلوب الإدارة السلبية** : يتم وفقه توزيع المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي، كالاستثمار مثلا في أسهم مؤشر الصناعة مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق والتي لا يقوم فيها

مدير الصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق لتحفيز تجاوز إدانة الأداء المؤشر المعني. وتعتمد الإدارة السلبية على مؤشرات من S& P 500⁽⁷⁾.

- **أسلوب الإدارة النشطة أو الايجابية:** يقوم على أساس إدخال مهارات مدير الصندوق في التأثير الايجابي على أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق، ويسعى مديرو الصندوق إلى محاولة التنبؤ باتجاهات الأسواق، وتغيير نسب تملكهم في صناديقهم التي يديرونها وفقا لذلك، لذا يغير المديرون وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق بشكل متواصل مما يخدم على إعادة تشكيل الأسهم والقطاعات أو تغيير نسب التملك فيها وذلك حسب استقراءهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق⁽⁸⁾.

3. السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق حسب اختلاف أهدافه وأغراضه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى :

- **السياسة الدفاعية:** هي التي يكون فيها المستثمر متحفظ اتجاه المخاطر ويؤكد على عامل الأمان والاستقرار وغالبا ما تستثمر أمواله في سندات طويلة الأجل، وأسهم ممتازة مما يضمن له دخلا ثابتا ومستقرا لفترة طويلة.

- **السياسات الهجومية:** هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على الحصول على أعلى عائد ممكن مهما كانت المخاطرة، حيث تكون أمواله مستثمرة أغلبها أسهم عادية في تشكيلة المحفظة حيث يتم شراءها بأسعار منخفضة ويتم الاحتفاظ بها لفترة يتوقع ارتفاع الأسعار ليتم بيعها، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة كبير في هذا المجال.

- **السياسة المتوازنة:** هي التي يراعي فيها المستثمر عنصري الأمان وتحقيق الأرباح عن طريق المضاربة، والاستفادة من الارتفاع في الأسعار، وعادة تكون التشكيلة المحفظة متكونة من أوراق قصيرة الأجل وسندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة.

4. كيفية إدارة صناديق الاستثمار وإدارة استثماراتها:

تدار هذه الصناديق من قبل شركات متخصصة التي تعمل على توفير الكادر الإداري من محاسبين وكتبة وغيرهم من اللّازمين لإدارة أعمال شركة الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية اللازمة لتكوين المحفظة الاستثمارية الخاصة بشركة الاستثمار، وهذه الشركات عادة ما تكون تابعة لشركة التأمين أو غيرها، وتدير هذه الشركات المتخصصة شركات الاستثمار مقابل عمولة سنوية تقل عن 1 % من موجودات شركة الاستثمار، ويقوم هؤلاء المديرون المتخصصون عادة بتحليل التطورات الاقتصادية، وتقييم أثر هذه التطورات الحالية والمتوقعة على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتكوين محفظة استثمارية للشركة الاستثمارية التي يدورنّها لتلبي رغبات مستثمريها.

وعليه يتكون الهيكل التنظيمي لهذا النوع من الشركات من مجلس إدارة، وخبير مالي (عادة ما يكون شركة متخصصة في إدارة النقود) ومسؤول عن إدارة محفظة شركة الاستثمار، ودائرة للتوزيع والمبيعات، ويقوم كل الصندوق من صناديق الاستثمار بعمل اتفاقية مع احد الخبراء الماليين (الشركة المتخصصة) من أجل قيام هذا الخبير بإدارة الصندوق، ويمكن أن تكون شركة الخبرة المالية عبارة عن شركة تابعة لشركة وساطة مالية، أو شركة تأمين أو شركة إدارة استثمار وان تكون بنكا.

ويترتب على مدير الصندوق أن يتقيد بالتعليمات التي تم وضعها في نشرة الإصدار الموزعة على المستثمرين المتوقعين، ويجب أن تكون هناك رقابة داخلية للتأكد من قيام مدير الصندوق بالتقيد بما ورد في نشرة الإصدار، مماثلة تتبع سياسات وأهداف استثمارية متشابهة، وتقاس نتيجة أعمال الصندوق بالعائد السنوي المتحقق بعد خصم كافة التكاليف

كما يهدف مدير الصندوق إلى تخفيض نفقات إدارة الصندوق ولكن زيادة النفقات قد لا تعني أن إدارة الصندوق سيئة فقد يرجع ذلك إلى طبيعة الاستراتيجيات التي ينفجها الصندوق، وعليه فان المعيار لتقييم الصندوق يتطلب مقارنة نتيجة أعمال الصندوق بنتيجة أعمال صناديق أخرى.

وهناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئ لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذي يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت، ولذا فعليه لن يبقى في الصندوق نقدا سائلا لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى للصندوق وقيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعها للمستثمرين الجدد ولكن هذا الأمر ليس موضع اهتمام مدير الصندوق ذات النهاية المغلقة (9).

5. كيفية حساب أرباح صناديق الاستثمار وخسائرها:

تتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثمارات المختلفة والمكونة لمحفظة الاستثمارية والتي يمكن أن تشمل (10) :

- أرباح الأسهم التي يمكن أن تدخل في المحفظة: والتي تأتي لشركة الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم؛
 - الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة: وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع والقيمة التي تم شراء السهم بها؛
 - الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار؛
 - الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق على مثل هذه الأنواع من السندات؛
 - الفوائد على أدوات السوق النقدي في المحفظة.
- أما المصاريف السنوية لصناديق الاستثمار فتتكون من:

- الرسوم الإدارية التي يتلقاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية، وتشكل الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق وتتراوح ما بين نصف في المائة إلى واحد ونصف في المائة من موجودات الصندوق، حيث تقل نسبة هذا السهم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة، وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق

معين؛

- مصاريف الاحتفاظ بسجلات المساهمين وتزويدهم بالقوائم المالية وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية والاحتفاظ بالموجودات؛
- مصاريف البيع والتوزيع.

المحور الثالث: واقع صناعة صناديق الاستثمار في العالم

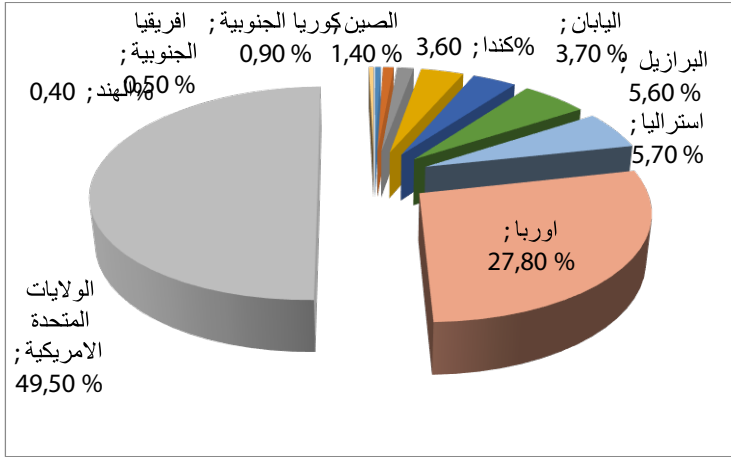
عرفت صناعة صناديق الاستثمار تطورا ملحوظا ونمو كبيرا خلال السنوات الأخيرة، ويظهر ذلك من خلال إجمالي أصولها وعددها التي انتقلت سنة 2005 من 16.4 تريليون دولار و 56000 سوق⁽¹¹⁾ إلى 24.8 تريليون دولار في 2012، وبعدد صناديق الاستثمار قدره 73490 صندوق استثماري، وقد بلغ صافي التدفقات بحوالي 91 مليار لنفس الفترة⁽¹²⁾.

ويرجع التراجع في أصول صناديق الاستثمار لسنة 2012 إلى حد كبير بسبب انخفاض أسعار الأسهم العالمية مقارنة بعام 2011، نظرا لضعف اليورو وتأثير سعر الصرف بالدولار الأمريكي على أصول الصناديق الأوروبية، وشهدت الصناديق في جميع أنحاء العالم صافي تدفقات بحوالي 91 مليار دولار في الربع الثاني من 2012 (مقارنة بـ 193 مليار دولار في الربع الأول)، فيما بلغت التدفقات إلى صناديق السندات حوالي 155 مليار دولار. وبلغت التخارجات من صناديق أسواق الأسهم 18 مليار دولار وصناديق أسواق المال 53 مليار دولار، وشهدت صناديق أسواق المال تخارجات منذ الربع الأول للعام 2009 بسبب معدل الفائدة الذي يقارب الصفر، وفي الربع الثاني من 2012 كانت أصول صناديق الأسهم أقل من الربع الأول وكذلك أقل مما كانت عليه في الربع الثاني من عام 2011، وانخفض مؤشر MSCI العالمي بنسبة 7.2٪ على أساس سنوي في يونيو عام 2012، بينما تعافى مؤشر منطقة اليورو في وقت لاحق مع تبديد المخاوف إلى حد ما، وكان مؤشر MSCI العالمي قد ارتفع بنسبة 13.2٪ على أساس سنوي في عام 2012⁽¹³⁾.

هذا تأتي الولايات المتحدة الأمريكية على رأس العالم من حيث أكبر أصول صناديق الاستثمار والذي بلغ في نهاية 2012 حوالي 13 تريليون دولار بإجمالي عدد

صنادفق قدر ب 1156 (14) آلفها منطقة الأورو فقط بلغ آام الأصول الفف آفرها صنادفق الاسآمار ب 9 آرففون ءولار (15).

الشكل (1): آوزفص أصول صنادفق الاسآمار فف العالم لسنة 2012



1. المصدر: من إءاءاء البآآ بالاعآماء على www.efama.org date de consultation 02/09/2013, european fund and asset management association

الءراسة صنادفق آملفة والصنادفق الفف آرعاها شركاء آملفة بفض النظر عن آنسفاآها، وصنادفق آركز على أسواق الشرق الأوسط وشمال إفرفقا أو آعآر إءاها من الأسواق الآأسفسفة لها، وأشارآ الءراسة آلفها أستراليا ب 5.7 % من إآمالف أصول صنادفق الاسآمار آم البرازفل ب 5.6 % بفنما الهنء آآف فف الآخر من آفآ آصآها من أصول صنادفق الاسآمار بواق 0.40 % .

(انظر الشكل 1)

ولواق صنادفق الاسآمار فف شمال إفرفقا والشرق الأوسط فف ءراسة للصنادفق الاسآمارفة فف الشرق الأوسط وشمال أفرفقا فف آفاة فونو 2012. (16) قامآ الءراسة بإآصاء 1424 من الصنادفق الاسآمارفة والفف فبلغ إآمالف أصولها 89.6

مليار دولار. وتتضمن إلى أن هناك 1340 صندوقاً توجد مقارها في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وبأصول تبلغ قيمتها مجتمعة 86.6 مليار دولار.

وعن تطور أدائها فقد انخفضت أصول الصناديق التي تتخذ من المنطقة مقراً لها بنسبة 13 % في سنة 2011 مقارنة بنهاية عام 2010 لتصل إلى 87.8 مليار دولار حسب قاعدة البيانات، وهناك ما يقدر بنحو 13 مليار دولار من صافي التدفقات الخارجة من هذه الصناديق، ويرجع الانخفاض في المقام الأول إلى الانخفاض الذي شاهده أصول صناديق أسواق المال بقيمة 6.9 مليار دولار

أما في سنة 2012 فقد زاد عدد الصناديق الاستثمارية التي تتخذ من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مقراً لها بنسبة 3 % مقارنة بنهاية العام 2011.

وبلغ صافي التدفقات الواردة إلى هذه الصناديق حوالي 2.47 مليار دولار، وترجع هذه الزيادة في المقام الأول إلى زيادة في أصول صناديق أسواق المال (التقليدية والإسلامية) قدرها 3.33 مليار دولار، وشهدت صناديق التمويل التجارية صافي تدفقات بنحو 564 مليون دولار، بينما تراجعت أصول صناديق الأسهم (بما في ذلك الأنواع الفرعية) بنسبة 2.9 %، مع صافي تخارجات بلغ 590 مليون دولار، وكانت أكبر 4 صناديق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من صناديق أسواق المال.

المحور الرابع : صناديق الاستثمار في الجزائر (هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة).

نظراً لعدم اقتصر صناديق الاستثمار على فئة من المستثمرين وتمس كل فئاتهم و الخبرة في مجال الاستثمار وما تضيفه من نشاط وحركية على سوق الأوراق المالية تخوض الجزائر في تجربة هذا الوعاء الاستثماري الجديد والنوع من صناديق الاستثمار التي تنشط في استثمار الأدوات المالية تدعى هيأت التوظيف الجماعي.

1. تعريف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

تهدف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيمة المنقولة والمنتوجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة لجمع الادخار

مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة. يمثل المدخرون المعينون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق⁽¹⁷⁾.

يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه هيأت التوظيف الجماعي في متلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم سندات دين سندات دين قابلة للتداول ...) التي تصنف على أساسها هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى :

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة ذات أسهم : إذا كان 60% من الحافطة تتكون من أسهم.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة ذات سندات دين : إذا كان 60 % من الحافطة تتكون من سندات.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة النقدية : إذا كان 60% من الحافطة تتكون من أدوات السوق النقدية.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة المتنوعة : لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في الحافطة ، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافطة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

2. أنواع هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

حسب المادة 01 من الأمر 96-08 تتألف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من صنفين من المؤسسات⁽¹⁸⁾ :

- شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير؛

- الصندوق المشترك للتوظيف.

أ- شركة الاستثمار لرأسمال المتغير

حسب المادة 02 من الأمر 96-08، فإن شركة الاستثمار لرأسمال المتغير هي شركة أسهم هدفها تسيير حافطة قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول⁽¹⁹⁾.

من خلال هذا التعريف فإن هذه الشركات لها ثلاثة خصائص تتميز بها هذه الشركات، وهي أنها تأخذ فقط شركات مساهمة، وغرضها الحصري والوحيد و تكوين حافظة القيم المنقولة ومن جهة وخروجاً عن الأصل العام فهي شركات ذات رأسمال تغير.

ب- الصناديق المشتركة للتوظيف :

تعتبر صناديق التوظيف المشتركة النوع الثاني من هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى جانب شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، و حسب المادة 13 من الأمر 08-96 فان الصناديق المشتركة للتوظيف هي ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة (20).

2. تركيبة صناديق الاستثمار في السوق المالية الجزائرية:

لا تزال صناديق الاستثمار بالرغم من أهميتها في تنشيط الاستثمار في بورصة الأوراق المالية قليلة العدد مقارناتها بمثيلتها في الدول العربية الأخرى فهي لا تتعدى ثلاثة شركات تتمثل في :

أ- شركة رأس المال المتغير سليم: وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلاً ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم، وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة القادمة بتقديم تفويض تسيير الشركة مهني مسير يستوفي الشروط الكفاءة والنزاهة والمعترف بها من لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة (21).

ب- صندوق دعم الاستثمار من اجل التشغيل: تم إنشاء صندوق دعم الاستثمار من اجل التشغيل بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005 وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأسمال متغير، ويتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء في حدود النصف نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال اخذ مساهمات في

شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتدخل الصندوق عن طريق توظيف الأموال في القيم المنقولة التي تتوفر فيها الضمانات الكافية.

ولقد شرع الصندوق في نشاطه المتمثل في جمع الاكتتابات الأشخاص الطبيعيين على اثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27 جانفي 2009 (22).

ج- الجزائر استثمار : طبقا لأحكام القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري ولاسيما المادة 10 منه فإنه من مهام لجنة تنظيم و مراقبة عملية بورصة هو إعطاء رأيها فيما يتعلق بعروض إنشاء شركات رأسمال الاستثماري، والذي شهد سنة 2009 ميلاد أول شركة الاستثمار ويتعلق الأمر بشركة finalap ويوجد لهذه الشركة شركة مساهمة ويتعلق الأمر ب شركة الجزائر والذي أنشأت بموجب قانون المالية لسنة 2009 برأسمال قدره 1 مليار دينار جزائري حيث يعود ملكيته إلى البنك الجزائري للتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب 70% و 30% على التوالي، وهو موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الجزائر والمختصة في إنتاج السلع والخدمات (23).

3. واقع نشاط صناديق الاستثمار (هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة)

لازال سوق هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة عمليا غير موجود إذ أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجود هي شركة ذات رأسمال المتغير سليم (CE LIM) وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلا ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم والمتمثلة في البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات (24).

ومن جهة وضعية هذه الشركة فقد حققت نتيجة محاسبية قيمتها 1.130.839 دج سنة 2011 مقابل 3.676.645 لسنة 2012 وبصافي أصول قدره 177.518.773 سنة 2011 مقابل 174.344.845 لسنة 2010.

ويجدر الذكر أن تركيبة محفظة هذه الشركة ف 16.7 % منها أسهم و 61.2 % سندات والباقي هي إيداعات لأجل، ويرجع المردود الضعيف للشركة إلى أهمية

التكاليف الثابتة التي تتحملها الشركة إضافة إلى نقص البدائل الاستثمارية في السوق الثانوي (بورصة الجزائر) ⁽²⁵⁾.

أما بالنسبة لصندوق دعم الاستثمار من اجل التنمية الذي يتولى مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء في حدود النصف نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال اخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتدخل الصندوق عن طريق توظيف الأموال في القيم المنقولة التي تتوفر فيها الضمانات الكافية، فقد عرف هذا الأخير نشاطا نوعا ما نتيجة عملية التحسيس والإعلام التي قام بها حيث استقبل 110 مساهما بعدد أسهم مكتتبه قدرها 1533 سهم وهذا في سنة 2010 ليصل عدد الأسهم المكتتبه بها 2638 سهم، وتجدر الإشارة أن الشركات التالية :
BADR و AECELOR-MITTAL-ENASEL و
AGENOR تمثل اغلب المكتتبين بأوامر اكتتاب بلغت 15000 أمر ⁽²⁶⁾.

المحور الخامس : آليات تفعيل صناديق الاستثمار وسبل إنجاحه في الجزائر.
نظرا للآفاق الكبيرة لصناديق الاستثمار ، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من المؤسسات لتلعب الدور المنوط بها خاصة في تنشيط سوق الأوراق المالية الجزائرية وقبل تناول آليات تفعيل صناديق الاستثمار لابد من الوقوف على معوقات هذه الأخيرة :

1. معوقات صناديق الاستثمار (هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة)

إن تطور صناديق الاستثمار في الجزائر يعوقه مجموعة من العوامل والتي يمكن حصرها فيما يلي:

- **ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية:** يتوقف أي قرار استثماري في الأوراق المالية على توفر المعلومات المالية والمحاسبية، مع وجود مجال واسع للشفافية، وهذا ما يسمح بإجراء عملية المقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة على ضوء النتائج المالية بالإضافة إلى ضرورة وجود هيئات ومجالات متخصصة في ميدان المال والأعمال تفي

بتحليل هذه المعلومات المنشورة وهو ما يزيد من صعوبة وتعقيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

- التضخم: حيث أن التضخم يؤثر على قيمة النقد، وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية فإنه يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع أسعار بدل التوظيف في صناديق الاستثمار، وقد عرف معدل التضخم في الجزائر منذ بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا كان من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور البورصة في الجزائر.

- سوق الاقتصاد الموازية: تشكل السوق الموازية قطب اجتذاب للمستثمرين والمدخرين لما توفر لهم من إمكانية الحصول على أرباح سهلة دون مخاطرة أو عناء.

- ضعف القدرة الشرائية: نظرا لعدة عوامل أهمها انخفاض العملة الوطنية وتجميد الأجور والتسريح الجماعي، ونمط توزيع حجم الناتج الإجمالي، تقلصت القدرة الادخارية للعائلات وهذا أدى إلى انخفاض الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية في السوق.

- ضعف الحوافز الجبائية: ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الذي يمارس على الأعوان الاقتصاديين وخاصة المؤسسات، فيؤدي ذلك بهم إما تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري، وإما اتجاههم إلى عقد صفقات غير مصرح بها وخارج الإطار القانوني دون الخضوع للضرائب، وهي من الأسباب المهمة التي تؤدي إلى السوق الموازية.

أ- غياب الثقافة الاستثمارية لدى العائلات: إن النهج الاشتراكي الذي سارت عليه الجزائر منذ الاستقلال قد ابعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة العمومية أخذت على عاتقها تمويل كل الاستثمارات، وبهذا مثل هذه السوق الجزائر يواجهه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية في أوساط أفراد المجتمع الجزائري، ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها لم يتم التعامل فيها في السابق.

ب- العامل الديني: يلقي الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر، حيث أن الاستثمار في السندات مثلا يدر عائدا ثابتا ومحددا

مسبقاً، وهو ما يمثل بذلك صورة من صور الربا وهو محرم في الإسلام، وعليه فالاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية يبقى عقبة تمثل تحدياً أمام صناديق الاستثمار الدول الإسلامية، وبالتالي لا بد من تقديم أوراق بديلة تناسب خصائص المجتمعات الإسلامية.

2. اقتراحات لتفعيل صناديق الاستثمار:

- **تحسين المناخ الاستثماري:** إن السير الحسن لصناديق الاستثمار يتطلب وجود مناخ استثماري مستقر بمعدلات منخفضة للتضخم، وتحقيق استقرار اقتصادي كلي، والجزائر من خلال تطبيقها لبرنامج التصحيح الهيكلي عملت على إعادة التوازن إلى الاقتصاد والتوجه من اقتصاد المديونية إلى الاقتصاد الحر بتحريرها للأسعار.

التعامل وفق سياسة العرض والطلب ولقد حققت الجزائر نتائج ايجابية في هذا المجال، ويبقى عليها مواصلة هذه الإصلاحات للوصول إلى المقاييس الدولية في الاستقرار الاقتصادي والعمل على الإبقاء على هذا الاستقرار للسوق المالية تلعب دورها بشكل فعال.

- **التحفيز الجبائي:** إن السياسة الجبائية المطبقة في بلد ما تؤثر وبشكل مباشر على قرارات الاستثمار والتمويل عن طريق صناديق الاستثمار، وبالتالي لابد على السلطات الجزائرية المختصة أن توفر حوافز جبائية من أجل تشجيع الاستثمار في مجال الأوراق المالية.

- **القضاء على الأسواق الموازية:** يعتبر وجود مثل هذه الأسواق في الاقتصاد منافس شديد لصناديق الاستثمار، حيث أن الأشخاص الذين يتعاملون في هذه السوق يحققون أرباحاً طائلة دون مراقبة من طرف مصلحة الضرائب ودون قيود تجارية أو استثمارية، لذلك يجب على السلطات محاربة هذا المشكل بتشديد الرقابة على المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في مثل هذه السوق وإخضاعها للعمل تحت شروط اقتصاد السوق.

— ما يتعلق بالجانب الثقافي: إذ لابد من تعزيز الإعلام الاقتصادي للجمهور بإطلاعه على ما هو متاح من فرص جديدة للاستثمار، لذلك من الضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري من خلال خطط وبرامج خاص بصغار المدخرين.

— ما يتعلق بالجانب الديني: وذلك بإحداث أدوات مالية لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات لتحسيسها بأهمية صناديق الاستثمار ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، وبالتالي الاستفادة من الادخار المكتنز بتبعيته.

الخلاصة:

أثبتت صناديق الاستثمار في الفترة الأخيرة على أهميتها الكبيرة كوعاء استثمار من حيث مقدرتها على تلبية حاجات مختلفة وخاصة لصغار المستثمرين حتى وصل إجمالي الأصول التي تديرها إلى أكثر من 24 ترليون دولار في سنة 2012 من جهة ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية وقدرتها على تطوير محفظة الأوراق المالية التي تحوزها من جهة أخرى لما تتمتع به من خبرات فنية في توظيف الأوراق المالية.

ونظرا لأهمية هذه الأنواع الاستثمارية وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر عملت على إنشائها تحت اسم هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلا أن نشاطها يبقى عمليا غير موجود، حيث أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجود هي شركة ذات رأسمال المتغير سليم (CELIM) وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلا ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم.

وتفعيل هذه الصناديق يكون من خلال القضاء على العوائد التي تثبط نشاطها والمتمثلة أساسا في مشكل التضخم و ضعف القدرة الشرائية بالإضافة إلى غياب الثقافة الاستثمارية لدى العائلات الجزائرية، والعمل على تفعيلها من خلال توفير الحوافز الجبائية والقضاء على الأسواق الموازية وتعزيز الإعلام الاقتصادي للجمهور بأهمية صناديق الاستثمار وما يمكن لها أن تحقق لهم من عوائد في حالة توظيف أموالهم.

الهوامش:

1. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح : 2013/09/01
2. نزيوة عبد المقصود محمد المبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 299.
3. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 33.
4. احمد الحسني احمد الحسني دراسة صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص: 9-10
5. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 38-39.
6. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، ص: 10-11.
7. هيئة الأوراق المالية والسلع، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها، المحاضر محمد شاطر، ص 21.
8. عب الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك شركات تامين - صناديق الاستثمار - بورصات، مركز الاسكندرية للكتاب، 1999، ص 365.
9. هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.
10. نفس المرجع اعلاه : 11-12
11. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح: 2013/09/01
12. <http://www.forbesmiddleeast.comdate> de consultation. 02/09/2013
13. www.forbes.comdate de consultation 02/09/2013
14. Européen fund and asset managent associatio14
15. www.efama.orgdate de consultation 02/09/2013
- Investment company insitute, 15
- http://www.icifactbook.org/fb_ch2.htm

16. بنك ابو ظبي الوطني، دراسة الصناديق الاستثمارية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على الموقع <http://www.nbad.com> تاريخ التصفح : 2013/09/03.
17. الاستعلام عن هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها cosob ، الجزائر 2004.
18. المادة 02 من الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
19. المادة 13 من الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
20. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010، ص 80.
21. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010، ص 80.
22. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010 ، ص 80.
23. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.
24. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P97.
25. Commission d'observation et surveillanced'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.
26. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.

قائمة المراجع :

1. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح : 2013/09/01
2. نزيوة عبد المقصود محمد المبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية، الطبعة الأولى ،2006.
3. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية.
4. احمد الحسني احمد الحسيني دراسة صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة ، 1999.

5. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية ، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية ، 8-9 ماي 2005.
6. هيئة الأوراق المالية والسلع، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها، المحاضر محمد شاطر.
7. عب الغفار الحنفي ، رسمية قريفاص ، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك شركات تامين - صناديق الاستثمار - بورصات ، مركز الإسكندرية للكتاب ، 1999.
8. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المال، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa
9. <http://www.forbesmiddleeast.com> date de consultation 02/09/2013
10. www.forbes.com date de consultation 02/09/2013
11. www.efama.org date de consultation 02/09/2013, européen fund and asset managent association
12. Investment company insitute .12 http://www.icifactbook.org/fb_ch2.htm
13. بنك ابو ظبي الوطني، دراسة الصناديق الاستثمارية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على الموقع <http://www.nbad.com>
14. الاستعلام عن هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها cosob ، الجزائر 2004.
15. الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
16. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010 .
17. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011
18. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011

Bibliographie

19. – Achour A., Cometto H. et alii (2007), « Les fonds souverains, conquête de la politique par la finance », Ecole de guerre économique, groupe eslca ;
20. – Alexandre (2009), [http ://www.colombus.fr/cms/ ?p=1447](http://www.colombus.fr/cms/?p=1447), « Faut-il avoir peur des fonds souverains ? »
21. – Artus, P. (2007), « Pourquoi les fonds souverains nous sont nécessaires ? », Flash Economique, n°494, Natixis ;
22. – Betbèze J.-P. (2008), « Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Les cahiers du cercle des économistes, éd. Puf ;
23. – Blancheton B., Jégourel Y. (2009), « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », Revue de la Régulation n°5 ;
24. – Demarolle A. (2009), « Synthèse du rapport sur les Fonds souverains », Ministère des Finances Publiques, dossier de presse ;
25. – Eva Catin-Sarlat, Jérôme Olympie(2012), « pourquoi adorons nous craindre les fonds souverains ? : étude d'un paradoxe »Economie Internationale
26. – Le Journal des Finances (semaine du 10 mai 2008)
27. – OCDE (2008), « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil »,Lettre du rapport du Comité de l'investissement aux ministres des Finances des pays du G-7 ;
27. – Rapp L. (2010), « Ces fonds que l'on dit souverains, Fonds d'Etat et souverainetés financières », éd. Vuibert ;
28. – Tamara Gomes.(2008), Rapport Banque du Canada,Revue du systeme financier,decembre

-
29. - جريدة الشرق الأوسط ، تقرير دولي: الصناديق السيادية ستصبح أكبر «اقتصاد» في العالم بحلول 2015 ، 30 ابريل 2008 ، العدد 10746
30. <http://www.aawsat.com/details.asp?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM>
31. Site officiel du SWF Institute : <http://www.swfinstitute.org/>
32. sitesweb :- <http://www.fondssouverains.com/article-classement-des-fonds-souverains-par-actifs-geres-106519471.html>
-