

(مستخرج)

رِصَالُ الْمَعْرِفَةِ

مجلة علمية محكمة ربع سنوية

تصدرها

مجتمع المصريات للاقتصاد والسياسي الإحصاء والنشر

دور صناديق الاستثمار في تعظيم نشاط سوق المال المصري

د . أحمد خالد سعد زغلول

دكتوراه الاقتصاد والمالية العامة - كلية الحقوق - جامعة القاهرة



أكتوبر ٢٠٢٥

العدد ٥٦٠

السنة المائة وستة عشر

القاهرة

L'EGYPTE

CONTEMPORAINE

Revue Scientifique arbitrée .. Quart annuel

de la

société Egyptienne d'Economie Politique de Statistique

et de Législation

The role of investment funds in maximizing
the activity of the Egyptian capital market

Dr. Ahmed Khaled Saad Zaghloul

PhD in Economics and Public Finance - Faculty of Law - Cairo University



October 2025

No. 560

CXVI itème Année

Le caire

دور صناديق الاستثمار في تعظيم نشاط سوق المال المصري

د . أحمد خالد سعد زغلول

دكتوراه الاقتصاد والمالية العامة - كلية الحقوق - جامعة القاهرة

مستخلص البحث؛

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تنمية وتطوير الاقتصاد القومي لأية دولة من دول العالم، وذلك من خلال الجمع بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز، فهي مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض، ومصدر التمويل بالنسبة لقطاعات العجز، بل أصبح مدى تطور سوق المال أحد المعايير التي يُستند إليها لمعرفة مدى نجاح برامج التخصيصية في دولة ما.

وتحرص الدول المختلفة على وضع النظم القانونية الكفيلة بضبط إيقاع التداول في سوق الأوراق المالية، من خلال اعتماد عدد من المبادئ والمعايير، وهذا أمر يثبت الثقة في نفوس المستثمرين الوطنيين والأجانب، ويجذبهم إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إلا أن الممارسات العملية للتعامل في السوق المصري للأوراق المالية تكشف عن العديد من الثغرات التي يمكن أن تهدد المستثمرين، بل تهدد البورصة بأكملها، ومن هنا تأتي أهمية وضع الضوابط والمبادئ والمعايير التي تضمن سلامة التعامل في سوق الأوراق المالية وتطورها بصفة مستمرة.

وتعدُّ سوق الأوراق المالية المصرية حديثة العهد إذا ما قورنت بغيرها في كثير من الدول، وعلى الرغم من حداثة هذه السوق فإن كبر حجم التداول بها يضع بورصة مصر في مصاف بورصات الأوراق المالية العالمية. ويتناول هذا البحث عرضاً للتنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في مصر.

وقد تم تقسيم هذا البحث إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول: ماهية أسواق المال، وفي المبحث الثاني: تعظيم نشاط سوق المال من خلال صناديق الاستثمار، وننتهي بخاتمة تشمل أهم النتائج والتوصيات.

The role of investment funds in maximizing the activity of the Egyptian capital market

Dr. Ahmed Khaled Saad Zaghloul

PhD in Economics and Public Finance - Faculty of Law - Cairo University

Research Summary:

Financial markets play a significant role in the development and growth of any country's national economy, by bringing together surplus and deficit sectors. They are a source of investment opportunities for surplus sectors and a source of financing for deficit sectors. Indeed, the development of the financial market has become one of the benchmarks used to determine the success of specialization programs in a country.

Different countries are keen to establish legal systems that regulate trading in the stock market by adopting a number of principles and standards. This instills confidence in national and foreign investors and attracts them to invest in the stock market. However, practical practices in dealing in the Egyptian Stock Exchange reveal numerous loopholes that could threaten investors, and even the entire stock market. Hence the importance of establishing controls, principles, and standards that ensure the integrity of trading in the stock market and its continuous development. The Egyptian stock market is relatively new compared to others in many countries. Despite its modernity, its large trading volume places the Egyptian Stock Exchange among the world's stock exchanges. This book presents a review of the legal regulation of the Egyptian stock market.

This research is divided into two sections. The first section addresses the nature of financial markets. The second section addresses maximizing financial market activity through investment funds. We conclude with a conclusion that includes the most important findings and recommendations.

مقدمة:

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تنمية وتطوير الاقتصاد القومي لأية دولة من دول العالم، وذلك من خلال الجمع بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز، فهي مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض، ومصدر التمويل بالنسبة لقطاعات العجز، بل أصبح مدى تطوُّر سوق المال أحد المعايير التي يُستند إليها لمعرفة مدى نجاح برامج التخصصية في دولة ما.

وتحرص الدول المختلفة على وضع النظم القانونية الكفيلة بضبط إيقاع التداول في سوق الأوراق المالية، من خلال اعتماد عدد من المبادئ والمعايير، وهذا أمر يثبت الثقة في نفوس المستثمرين الوطنيين والأجانب، ويجذبهم إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إلا أن الممارسات العملية للتعامل في السوق المصري للأوراق المالية تكشف عن العديد من الثغرات التي يمكن أن تهدد المستثمرين، بل تهدد البورصة بأكملها، ومن هنا تأتي أهمية وضع الضوابط والمبادئ والمعايير التي تضمن سلامة التعامل في سوق الأوراق المالية وتطورها بصفة مستمرة.

وتعدُّ سوق الأوراق المالية المصرية حديثة العهد إذا ما قورنت بغيرها في كثير من الدول، وعلى الرغم من حداثة هذه السوق فإن كبر حجم التداول بها يضع بورصة مصر في مصاف بورصات الأوراق المالية العالمية. ويتناول هذا البحث عرضاً للتنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في مصر.

إشكالية الدراسة:

تتمثل إشكالية البحث في تعرُّف صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق المال، ومدى ملاءمة الإطار القانوني الحالي لعمل صناديق الاستثمار، وتحديد الضوابط اللازم توافرها في البورصة لاستيعاب صناديق الاستثمار، ومدى كفاية الضمانات الواردة في القانون لتشجيع المدخرين على شراء صناديق الاستثمار، ومدى ملاءمة القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن تنظيم أسواق المال لتنظيم عمل صناديق الاستثمار، وكيفية تفعيل دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق المال المصري.

هدف الدراسة:

وتهدف هذه الدراسة إلى تعرّف التنظيم القانوني الراهن لأسواق رأس المال، وتقويمها من خلال دراسة ظروف نشأتها التاريخية وتطوّراتها وخصائصها الأساسية، وتشخيص مشكلات سوق مصر للأوراق المالية ومعوقاتهما، وإمكانية إصلاحهما، وتعرّف أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية.

أهمية الدراسة:

وأسواق المال المقصودة في هذه الدراسة هي أسواق المال طويلة الأجل، ممثلة في بورصات الأوراق المالية التي يقتصر التعامل فيها على الأدوات المالية بمختلف مفرداتها، وخاصة الأسهم والسندات، حيث تُمثل قطاعاً مهماً من نشاط أسواق المال بمفهومها الواسع، وتُعتبر أسواق المال وسيلة مهمة وأساسية لتمويل المشروعات الاستثمارية، ومن ثم فهي تُمكن الاقتصاد الوطني من النمو بمعدلات ترفع من مستوى أدائه فضلاً عن تقليل الاعتماد على مصادر تمويل خارجية، وتلعب أسواق المال دوراً مزدوجاً: الدور الأول: تجميع رؤوس الأموال والمدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال ما يُطرح فيها من الأوراق المالية لاكتتاب الجمهور والمؤسسات. والدور الثاني: تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة، وهو أمر يُوفر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار.

منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج العلمي الاستقرائي والاستنباطي والمنهج المقارن والتطبيقي، بهدف تقييم القانون المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن تنظيم سوق المال المصري فيما يتعلق بتنظيم صناديق الاستثمار، وكيف تُساهم صناديق الاستثمار في تجميع رؤوس الأموال في المشروعات القاطرة بما يُحقق التنمية المستدامة وفقاً لخطة الدولة المصرية ٢٠٣٠.

خطة البحث:

وسوف نقسم دراستنا هذه إلى مبحثين: نتناول في المبحث الأول: ماهية أسواق المال، وفي المبحث الثاني: تعظيم نشاط سوق المال من خلال صناديق الاستثمار، وننتهي بخاتمة تشمل أهم النتائج والتوصيات.

المبحث الأول ماهية أسواق المال

تمهيد وتقسيم:

تحتلُّ الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة التي تفسح المجال أمام القطاع العام والقطاع الخاص، حتى يقوم كلُّ منهما بدوره التنموي، حيث يكمل كلُّ منهما الآخر في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة؛ نظراً لما تُزاوله من نشاط، وهي تُعتبر انعكاساً للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة ومدى تطورها في المجالات المختلفة.

وهذا من شأنه رفع معدلات التنمية في الدولة، وسوف نتناول هذا المبحث في مطلبين على النحو الآتي:

- المطلب الأول: أسواق المال (أنواعها وأساليب تداولها).
- المطلب الثاني: أهمية أسواق المال ومقومات نجاحها.

المطلب الأول

أسواق المال (أنواعها وأساليب تداولها)

أولاً: تعريف أسواق المال: هناك مفهومان لسوق المال: مفهوم ضيق، ومفهوم واسع، يقصد بسوق المال وفقاً للمفهوم الضيق: تلك الأسواق التي تتداول فيها أوراق مالية طويلة الأجل؛ أي: الحيز الذي تتداول فيه الأسهم والسندات، ويُطلق عليه مصطلح البورصات، أمّا مفهوم سوق المال بالمعنى الواسع فإنه يشمل فضلاً عما سبق سوق النقد، وسوف نركز دراستنا على أسواق المال بالمعنى الضيق.^(١)

ويُقصد بسوق الأوراق المالية طويلة الأجل: تلك السوق التي تتداول فيها الأسهم والسندات التي تطرحها الشركات والمؤسسات العامة والخاصة، حيث

(١) - يتكوّن سوق المال من: سوق رأس المال طويل الأجل وسوق النقد، وهذا هو مفهوم سوق المال بالمعنى الواسع. انظر في ذلك: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية ١٩٩٣، ص: ٥.

إن أجل الأسهم مرتبط بمدة بقاء الشركة، أما السندات فهي تعبر عن مديونية للشركة، فصاحب السند دائن للشركة، بينما صاحب السهم شريك في الشركة، وهناك العديد من النتائج القانونية التي تترتب على كل ورقة منهما، صاحب السهم يتحمل نتائج عمل الشركة ويستفيد من الأرباح ويتحمل الخسائر بقيمة عدد أسهمه، وله صوت في الجمعية العمومية، كما لا تستطيع الشركة إخراجها قبل انقضاء أجل الشركة، أما أصحاب السندات فهم دائنون للشركة، ويجوز للشركة إخراجهم قبل موعد استحقاق السندات، وليس لهم أصوات في الجمعية العمومية، ويحصلون على فائدة ثابتة، سواء الشركة حققت أرباحاً أم لا، ويزيد أجل السندات عادة على ١٠ سنوات، وإذا تراوح أجلها بين ٥-١٠ سنوات فهي متوسطة الأجل، أما إذا قلَّ الأجل عن خمس سنوات فهي قصيرة الأجل، ويتم تداولها في أسواق خاصة تسمى أسواق النقد.^(١)

ثانياً: أنواع أسواق الأوراق المالية: ويتكوّن سوق المال من: السوق الأولي لرأس المال، والسوق الثانوي لرأس المال، يُقصد بالسوق الأولي Primary Market (سوق الإصدار)؛ تلك السوق التي تُعرض فيها الأوراق المالية على الجمهور لأول مرة بقصد بيعها وتسويقها؛ أي: يكون بائع الورقة المالية مصدرها، وهي الأوراق المالية التي تُصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال، خاصة الأسهم Stocks والسندات Bonds، وهي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق المال أو البورصات، والأسواق الأولية هي عادة أسواق منظمة، حيث يصدر تشريع يُنظم أسلوب إصدار الأوراق المالية، والجهات التي يُرخص لها بذلك، وشروط الإصدار، وحقوق والتزامات كل من طرفي العملية؛ أي: الجهات المُصدرة والمستثمرين والمُدخرين الذين يشترون الأوراق المالية. وكثير من التشريعات تتبع أسلوب الاكتتاب العام للمحافظة على حقوق المُدخرين وحماية الادخار. بينما يقصد بالسوق الثانوي Secondary Market (سوق التداول) لرأس المال؛ تلك السوق التي تُتداول فيها الأوراق المالية؛ أي: تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها.

(١) انظر في ذلك: د. طعمة الشمري، قانون الشركات التجارية الكويتي، منشورات جامعة الكويت، ١٩٨٧، ص: ٤٥.

والسوق المالي إما أن يكون سوقاً منظمة، أو غير منظمة، فإذا كانت منظمة اتخذت ما يُسمى بالبورصة، وهي المكان الذي تُتداول فيه الأوراق المالية متوسطة الأجل وطويلة الأجل، والتي تتوافر فيها بعض الشروط....، وتكون السوق غير منظمة إذا لم توجد بورصة، حيث يتم التعامل بين الأفراد أو المصارف أو سماسرة الأوراق المالية ومكاتب الصرافة، وتُعرف الأسواق المالية غير المنظمة بالسوق الموازية (خارج الكونتر).^(١)

ويلاحظ وجود علاقة طردية وثيقة ما بين السوق الأولية والثانوية، فزيادة النشاط في السوق الثانوية يتبعه زيادة في السوق الأولية، والعكس صحيح، وكذلك فإنه لنجاح سوق الإصدار وحتى يتشجع المدخر على شراء أسهم وسندات جديدة مطروحة في السوق، لا بد أن يوجد سوق ثانوي (البورصة) لتأمينه على قدرته في تحويل هذا النوع من الاستثمار متوسط الأجل وطويل الأجل إلى أموال سائلة في أي وقت يشاء عن طريق بيعها في هذه السوق.

ولا تختلف سوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية، فكلتاهما تتطلب سوقاً أولياً (إصدار)، وسوقاً ثانوياً (تداول). غير أن مكونات كلٍّ منهما قد تتخذ أشكالاً ومسميات مختلفة. وهناك شكلان لسوق التداول: سوق الاستدعاء، والسوق المستمر، وسوف نُشير إلى كلٍّ منهما بصورة موجزة:

في سوق الاستدعاء Call Market يتم السماح بالتبادل في أوقات محدّدة فقط، وعند استدعاء ورقة معينة فإنه يتمّ الجمع بين الأفراد الراغبين في البيع، وكذلك الراغبين في الشراء، وبعد ذلك يتمّ القيام بمزاد صريح Explicit Auction يتمّ فيه إعلان الأسعار حتى نصل إلى نقطة هي أقرب ما يمكن إلى تساوي الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة. ويمكن كبديل أن تسلم الأوامر إلى موظف أو مختص، ثم يقوم مسؤول عن البورصة - دورياً - بتحديد السعر الذي يسمح بتداول أكبر عدد من أسهم الأوامر التي سبق تجميعها.

أما في الأسواق المستمرة Continuous Markets فإن التداول يمكن أن يحدث في أي وقت^(٢). وعلى ذلك يتمّ التداول في هذه السوق بين مُستثمري الأوراق المالية

(١) د. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، لم يذكر دار النشر أو سنة النشر، ص: ٢٧١.

(٢) د. محمد الحناوي، أساسيات الاستثمار، الدار الجامعية، القاهرة، ١٩٩٤، ص: ٣٥.

مباشرة، إلا أن وجود الوسطاء الماليين يُفَعِّل من حركة التداول، ويؤدي إلى استقرار السوق، نظرًا لأنَّ المُستثمرين بدون وسطاء ماليين يُنفقون مبالغ كبيرة في البحث عن صفقات مناسبة، وألا تعرَّضوا لمخاطر قبول استثمارات سيئة، فضلًا عن أن أوامر البيع والشراء تأتي بصورة عشوائية؛ ممَّا يؤدي إلى تفاوت كبير في الأسعار، وحوادث تقلبات فيها.

وفي الواقع يُمكن التغلب على هذه المشكلات إذا توافر الوسطاء الماليون المعروفون باسم (Dealers) أو صناع السوق (Market Makers) وكذلك المُتخصِّصون (Specialists) الذين يتمتعون بخبرة كبيرة في هذا المجال، وهذا يحدُّ من تقلبات الأسعار وتوفير السيولة للمُستثمرين. ويُقصد بالسيولة هنا قدرة المُستثمرين على تحويل الأوراق المالية إلى نقود بسعر مقارب للسعر الذي تم به التداول.

ثالثًا: أساليب تداول الأوراق المالية؛

هناك أسلوبان لتداول الأوراق المالية: أسلوب التداول العاجل (عمليات عاجلة)، ووفقًا لهذا الأسلوب يلتزم المتعاملون بإتمام الصفقة وتنفيذها في الحال، حيث يتسلم البائع الثمن، ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري فور عقد الصفقة؛ أي: يتم تصفية العملية مباشرة.

وهناك أسلوب التداول الآجل (عمليات آجلة). وفقًا لهذا الأسلوب يتم عقد الصفقة مباشرة، ولكن يُوجَّل تنفيذها وتصفيتها لموعد قادم؛ أي: لا يدفع الثمن أو تُسلم الأوراق المالية في السوق الآجلة فور عقد الصفقة، ولكن بعد فترة معينة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين، ولضمان جدية الاتفاق فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيًا، ويختلف مقدار التأمين وفقًا لنوع العملية.

١- العقود الآجلة؛

وتعتبر العقود الآجلة من العقود الحديثة نسبيًا، وهي عبارة عن اتفاقية بين طرفين بهدف تثبيت شروط تبادل سوق يحدث في تاريخ لاحق في المستقبل، حيث يتفق الطرفان من الآن على كل تفاصيل موضوع التبادل (ورقة مالية/

عملة/ سلعة)، والسعر الذي سوف يتمُّ على أساسه التبادل، والتاريخ الآجل الذي يتمُّ عنده التبادل في المستقبل.

٢- عقود المستقبلات:

عقود المستقبلات تُعتبر من العقود الحديثة نسبياً، ويمكن تعريفها بأنها: اتفاق على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية (مؤشر بورصة، عملات، ...) لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين في سوق المال. وتوجد ثلاثة أنواع منها تُتداول في البورصات العالمية، وهي: عقد مستقبلات معدلات الفائدة - عقد مستقبلات العملة - عقد مستقبلات مؤشر الأسهم.

وأهمية هذه الأنواع من العقود أنها تساعد على إزالة المشكلات المتعلقة بكلٍّ من السيولة، وخطر الائتمان المرتبط بالعقود الآجلة، وذلك باتباع عدد من النظم يتولّاها بيت المقاصة عند إدارته لسوق المستقبلات، وهي نظام تثبيت السوق، ونظام مدفوعات الهامش، ونظام حد التوقف؛ حيث تتمُّ تسوية المواقف المترتبة على عقد المستقبلات يومياً، حتى وإن ظلَّ العقد مفتوحاً لتضادي التقلبات الواسعة في الأسعار والعوائد.

٣- عقود الخيارات^(١):

عقود الخيارات محلها شراء أو بيع ورقة مالية أو أصل معين عند سعر معين ولفترة زمنية معينة، أي: يكون المشتري أو البائع بالخيار بين شراء أو بيع ورقة مالية معينة عند سعر معين وخلال فترة زمنية معينة، والأصل محل التعامل في سوق الخيارات يُعرف باسم الورقة المالية المعنية، وفي الواقع فإن عقود الخيارات تُعطي للحامل حقاً وليس التزاماً بشراء؛ أي: أن لفظ اختيار يعني: أن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذ الاتفاق، وهذا الحق يحصل عليه الفرد في مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد بصفته نوعاً من المكافأة أو التعويض أو علاوة (Premium) للطرف الآخر، ويُطلق على الطرف الآخر محجّر حق الاختيار، وعلى ذلك هناك نوعان من الخيارات:

(١) جدير بالذكر أن أول سوق منظمة لهذه الخيارات تأسست في أبريل ١٩٧٣ في مدينة شيكاغو ثم انتشرت في البورصات الأمريكية الأخرى، والتي ركزت على خيارات الأسهم في عام ١٩٧٥ ثم انتشرت بعد ذلك في أوروبا وباقي دول العالم.

٤- خيار الشراء:

وهو يُعطي حامل الخيار الحق في شراء الأصل المعني في أي وقت يشاء وخلال مدة العقد. فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية يرغب في شرائها مستقبلاً من الممكن أن يسعى إلى الحصول على اختيار يُعطيه الحق في شراء تلك الورقة المالية في التاريخ الذي يرغب فيه، وبسعر متفق عليه مقدماً. وهذا السعر يكون عادة هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق. وهناك احتمالان:

الاحتمال الأول: أن تتحقق توقعات مشتري الاختيار، وترتفع القيمة السوقية للورقة المالية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر سوف يطلب تنفيذ الاتفاق.

الاحتمال الثاني: عدم تحقق توقعات مشتري الاختيار، وقد انخفضت القيمة السوقية للورقة المالية، فإن مشتري الاختيار لن يطلب تنفيذ الاتفاق؛ حيث يُفضل شراء الورقة من السوق بالسعر الجاري، وفي هذه الحالة فإن خسائره سوف تقتصر على مقدار المكافأة المدفوعة لمحرر الاختيار، وفي نفس الوقت تمثل هذه المكافأة ربحاً لمحرر الاختيار، وعلى ذلك فإن اختيار الشراء يُحقق حماية للمستثمر؛ حيث إن خسائره محدودة بمقدار المكافأة، أمّا أرباحه فلا حدود لها؛ حيث ترتفع بارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية. وعلى العكس من ذلك فإن أرباح محرر الاختيار تكون محدودة بمقدار المكافأة، أمّا خسائره فلا حدود لها؛ حيث إنها تزداد كلما زادت القيمة السوقية للورقة المالية. ومن الطبيعي أن يثور التساؤل عن السبب الذي من أجله يقبل محرر الاختيار إبرام هذه الصفقات مع علمه بأن خسائره غير محدودة، أمّا أرباحه فإنها محدودة بمقدار المكافأة، والإجابة تكمن في اختلاف توقعات طرفي التعاقد.^(١)

٥- خيار البيع:

وهو يُعطي حامل الخيار الحق في بيع الأصل المعني في أي وقت يشاء وخلال مدة العقد. وهذا الاختيار يُعطي المستثمر فرصة حماية نفسه من مخاطر

(١) د. رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص: ٦٣ وما بعدها، وأيضاً:

Central bank independence and Central bank function in patrick dounes and rera Vaes – zadeh (ed), The evolving role of Central bank , IMF, 1991, pp 415 – 416 0

انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي يمتلكها وفقاً للتفصيل الذي سبق ذكره.

ويُعرف السعر الذي يتمُّ عنده شراء أو بيع الأصل المعني في سوق الخيارات بسعر الممارسة، وفي حقيقة الأمر، فإن محل عقدي المستقبلات والخيارات هو أوراق مالية مشتقة؛ أي: مشتقة من ورقة مالية أصلية تتداول في السوق الثانوي. ويرجع الهدف من إنشاء هذه العقود إلى التغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات الواسعة في أسعارها أو العوائد عليها، وهذا أمر يمكن معه تحقيق استقرار وقتي في تداول الأوراق المالية.

وتُعتبر الأسهم والسندات أكثر الأوراق المالية تداولاً في أسواق الأوراق المالية، ويستطيع المستثمرون معرفة السعر الحالي للورقة المالية من خلال السماسرة أو النشرتات اليومية للسوق ومن خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية والعالمية، ويجب على المستثمر المفاضلة بين الأوراق المالية في ضوء عدد من العوامل أهمها: العائد ومخاطر الورقة المالية.^(١)

المطلب الثاني

أهمية أسواق المال ومقومات نجاحها

أولاً: أهمية أسواق المال :

تشكل أسواق رأس المال أهمية كبرى في جميع دول العالم المتقدم منه والنامي؛ نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه في الأنظمة الاقتصادية الحديثة وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، بل يمكن القول: إنها تُعتبر انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية للدولة. وتتمثل هذه الأهمية فيما يلي^(٢):

- ١- تُعتبر أسواق رأس المال وسيلة جيدة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية.
- ٢- أسواق رأس المال تعمل على تجميع المدخرات الصغيرة لأعداد كبيرة من أفراد المجتمع، وتوظيفها في نشاطات ناجحة ومربحة، وهم آمنون من المسؤولية.

(١) صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٣، ص: ١٦-١٧.

(2) Eatwell, John and Lance Taylor, international Capital Markets: Systems in Transition, Oxford Press, 2002, p.22.

٣- تلافي الآثار التضخمية بصورة جيدة.

٤- إن وجود السوق المالي يؤدي إلى منح قروض بتكلفة مناسبة خاصة إذا ما قُورن بالاقتراض من الخارج.

٥- قبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة وبالعُملة الأجنبية يؤدي إلى تحويل هذه السوق من سوق محلية إلى سوق إقليمية أو دولية.

٦- إن وجود أسواق رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يُعرف بالتوزيع الأمثل للموارد.

٧- إن أسواق رأس المال تمكن الشركات والمؤسسات الإنتاجية من الحصول على التمويل اللازم لها من الأسواق الأولية وبتكاليف منخفضة، وهذا يحقق فائدة للاقتصاد القومي والشركات والمؤسسات الإنتاجية في آن واحد، كما أن وجود أسواق ثانوية منظمة يؤدي إلى رفع كفاءة الشركات الإنتاجية وزيادة نشاطها؛ لأن الشركات المسجلة أسهمها في البورصة تلتزم بنشر تقاريرها المالية، ممّا يُعدّ حافزاً للإدارة على بذل أقصى جهد؛ حتى تبدو صورة الشركة مقبولة أمام المساهمين، وحتى يُمكنها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية إضافية بتكلفة منخفضة؛ لأن المساهمين سيقبلون على الاكتتاب في أية إصدارات جديدة لزيادة رأس المال^(١).

٨- تعمل سوق الأوراق المالية على إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة والتكتل بين الشركات - فالعرض العام بشراء أسهم شركة معينة بهدف الإشراف على إدارة تلك الشركة، يُوجه إلى المساهمين في الشركة من خلال البورصة بسعر معين من الأسهم (له حد أدنى) وخلال مدة معينة، وذلك بصورة علنية وصريحة، وقد انتشرت هذه العروض العامة في الولايات المتحدة الأمريكية وفي إنجلترا وفرنسا، وتكوّنت بهذه الطريقة أهم التكتلات في الولايات المتحدة، خاصة قطاع طرق الحديد^(٢).

٩- تُعدّ سوق الأوراق المالية مؤشراً لحالة الاقتصاد القومي في المستقبل، حيث إن كيفية تغيير أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق يكون بمثابة إنذار مبكر

(١) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: ٦٦٨.
(٢) موريس سلامة، الأسواق المالية في العالم، لم يذكر دار النشر، بيروت ١٩٨٣، ص: ٢٥.

للأوضاع الاقتصادية المستقبلية، فعندما تنخفض الأسعار يُعدُّ مؤشرًا لاحتتمال تعرُّض البلاد لموجة من الكساد، ومن ثم يستطيع المسؤولون اتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة هذه الاحتمالات.

ثانيًا: مقومات نجاح أسواق المال؛

هناك عدد من المقومات والعوامل يتوقف عليها نجاح سوق المال في تحقيق أهدافه، تتمثل في وضع التشريعات الكفيلة بتوفير ما يلي^(١)؛

١. ضمان حماية الادخار وسلامة استثماره بإيجاد جوٍّ من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات، وإنشاء بورصات للأوراق المالية لتوفير سيولة كافية بالنسبة لكلٍّ من المدَّخر والمستثمر.
٢. اتباع سياسة إعلامية تتميز بالإفصاح والشفافية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، وإلزام الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها، بما يُحقق استفادة المدَّخرين، ويحمي أموالهم.
٣. مُراعاة السرعة والدقة في إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم.
٤. تمكين المُستثمر من الحصول على عائد مناسب من استثماراته، وهذا يكون من خلال إعفاء العائد من الضرائب ورفع سعر الفائدة على السندات.
٥. السماح بإنشاء عدد من المصارف الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار؛ لخلق جوٍّ من المنافسة المشروعة في التعامل داخل أسواق المال.
٦. التوسُّع في تطبيق سياسة الحرية الاقتصادية، وإطلاق يد القطاع الخاص في مجال النشاط الاقتصادي.
٧. مراعاة تحرير نظم الصرف من أيِّ قيد أو رقابة عليها.

(1) David s Kidwell and et, financial institutions, Markets& Money, 5th ed. The Dryden press, Orlando, Florida, 1993,p636.

٨. الحرص على وجود نظام ضريبي ذي أسعار معتدلة.
٩. مراعاة توافر حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.
١٠. الاهتمام بالبنية التحتية وبصفة خاصة الطرق والمواصلات والفنادق.
١١. تحديث النظام المالي للدولة، واستخدام أساليب فنية متقدمة.
٢١. توفير شبكة اتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونية متطورة؛ لضمان توافر المعلومات في الوقت المناسب للجميع وبدقة، وربط أسواق الأوراق المالية.
١٣. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية، ويوفر الحماية للمتعاملين.
٤١. إقامة الجسور بين أسواق المال الوطنية وأسواق المال الخارجية، والاستفادة من أساليب التعامل الحديثة المتبعة في هذه الدول.

المبحث الثاني

تعظيم نشاط سوق المال من خلال صناديق الاستثمار

تمهيد وتقسيم:

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى القنوات المهمة لجذب الموارد المالية وتخصيصها، وتسهم في الإسراع بخطوات النمو الاقتصادي، وتواكب التحولات الاقتصادية نحو آليات السوق، خاصة وقد أصبح التأكيد على توفير رؤوس الأموال الوطنية من خلال آلية السوق من الأمور التي أولاها المخططون وصانعو القرار الاقتصادي أهمية بالغة.

ومن المعروف أن سوق رأس المال متخلفة في أغلب البلاد النامية، وأن انخفاض متوسط الدخل يعني انخفاض المدخرات التي تسعى إلى الاستثمار، كذلك فإن المؤسسات النقدية والمالية التي تعمل على التقاء عرض المدخرات والطلب عليها ما زالت متواضعة في إمكانياتها وخبرتها، وأخيراً فإن الأوعية المتاحة للادخار

والاستثمار ما زالت محدودة للغاية وتكاد تقتصر على الصور التقليدية مثل الودائع بأجل أو السندات الحكومية؛ لذلك فإن تنشيط سوق المال وإيجاد أوعية ادخارية جديدة تحظى بثقة أفراد المجتمع يُعتبر أحد العناصر الضرورية لتعبيد الطريق أمام التحول الاقتصادي.

ومن المتفق عليه أن التخصصية لا يجوز أن تؤدي إلى انتقال المنشآت المهمة إلى القطاع الخاص الأجنبي، والمفروض أن تبقى تلك المنشآت بصفة أساسية في يد القطاع الخاص الوطني، ومعنى ذلك ضرورة الاعتماد على السوق المالية المحلية^(١).

وإذا كان سوق رأس المال يتضمن العديد من الأوراق المالية المتداولة، فإنه يلاحظ على تلك الأوراق أنها تلائم أساساً كبار المستثمرين الذين تتوافر لديهم خبرة ومعرفة بأسواق رأس المال، سواء كانوا مؤسسات أم أفراداً.

أما صغار المستثمرين أو عديمو الخبرة فإنهم لا يستطيعون الإقدام على الاستثمار في مثل هذه الأوراق، ومن هنا جاءت فكرة صناديق الاستثمار؛ لكي تغطي هذا النقص في سوق الأوراق المالية، وتعمل على اجتذاب مدخرات صغار المستثمرين، وهم يشكلون نسبة لا بأس بها في المجتمع المصري.

فصناديق الاستثمار تقوم باستثمار مدخرات المكتتبين في وثائق الاستثمار التي تصدرها، وليستفيد من خدماتها المستثمرون ممن لا يتوافر لديهم السيولة المالية، وتنقصهم الخبرة أو المعرفة الكافية لتكوين محفظة منتقاة من الأوراق المالية التي يجري فيها الاستثمار أو الذين ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة هذه المحفظة.

كما تمثل صناديق الاستثمار جانباً مهماً من نشاط السوق المالية بمفهومها الواسع، وتلعب دوراً أساسياً في تطوير أساليب التمويل المتوسط الأجل والطويل الأجل للمشروعات الاستثمارية، ومن ثم فهي تمكن الاقتصاد الوطني من النمو بمعدلات ترفع من مستوى أدائه، وتعمل على التخفيف من حدة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي، فضلاً عن أنها تعمل على تحويل الاستثمارات الطويلة

(١) سعيد النجار، التخصيص والتصحيحات الهيكلية، ندوة صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ديسمبر ١٩٨٨، ص: ٣٦.

الأجل إلى أصول سائلة، ولا شك أن تحقيق السيولة من خلال آلية الأسعار علي الرغم من أنها تُشجع المضاربة والاستثمار قصير الأجل، إلا أنها تُوفر عنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار^(١).

وقد استجاب المشرع المصري إلى هذه الأهداف فأنشأ صناديق الاستثمار بمقتضى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وسوف نُخصّص هذا الفصل لتعرّف صناديق الاستثمار باعتبارها أداة مالية جديدة نسبياً في سوق المال، وبعد أن بدأت هذه الصناديق نشاطها في سوق المال المصري، يُمكن تقويم تجربة صناديق الاستثمار للوقوف على إيجابياتها وسلبياتها، وسوف نُقسم دراسة هذا الفصل إلى مطلبين على النحو الآتي:

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها.

المطلب الثاني: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق المال.

المطلب الأول

ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار وتعريفها: تُمثل صناديق الاستثمار إحدى المؤسسات التي تقوم بدور مهم في تجميع المدخرات واستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية، كما تُمثل جانباً مهماً من نشاط سوق المال. ولتحديد ماهية صناديق الاستثمار سوف نتعرّض لنشأة صناديق الاستثمار أولاً، ثم للفكرة التي تقوم عليها، حتى نصل إلى تعريف جامع شامل لها.

١ - نشأة صناديق الاستثمار:

لقد عُرِفَت صناديق الاستثمار في أواخر القرن التاسع عشر، عندما أنشئ أول صندوق للاستثمار في بلجيكا عام ١٨٢٢ ثم ظهر بعد ذلك عدد من صناديق الاستثمار في بعض عواصم الدول الأوروبية، إلا أن هذه الصناديق كانت في بدايتها صناديق مغلقة.

(1) David s Kidwell and et, financial institutions, Markets& Money, 5th ed. The Dryden press, Orlando, Florida, 1993,p636.

وقد ظهر أول صندوق مفتوح في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الغربية المتقدمة عام ١٩٢٤، إلا أنها عُرِفَت تحت مسميات مختلفة، فُعِرِفَت في الولايات المتحدة الأمريكية باسم (Mutual Funds) وعُرِفَت في إنجلترا تحت اسم (Unit trusts)، وعُرِفَت في ألمانيا عام ١٩٥٠ تحت اسم (Fonds).^(١)

وعقب الحرب العالمية الثانية أخذت صناديق الاستثمار بالانتشار على المستوى الدولي، فظهرت في سويسرا وبلجيكا وهولندا والعديد من الدول الأوروبية، وبدأ البطء في نمو هذه الصناديق حتى بداية الثمانينات من القرن العشرين، ونتيجة للتطور السريع في مجالات الاتصالات وسرعة نقل المعلومات أصبحت هذه الصناديق الآن إحدى أهم الوسائل المتخصصة في الاستثمارات المالية.

وفي عام ١٩٩٢ نُظِمَ المشرع المصري لأول مرة صناديق الاستثمار في التشريع الجديد الخاص بسوق المال، حيث سمح بإنشاء صناديق استثمار المدخرات في الأوراق المالية في حدود معينة، تم إدراجها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون.^(٢)

ولا شك أن التعامل في الأوراق المالية لا يخلو مطلقاً من المخاطر، لا سيما إذا كان المال المستثمر مجرد ادخار يسعى إلى تحقيق عائد متزن ومستقر، ذلك أن سوق الأوراق المالية كثيراً ما تتعرض لتقلبات الأسعار، ويقوم التعامل فيها على فكرة المضاربة على فروق الأسعار، وإذا أمكن للرأسمالي الكبير ارتياد هذه السوق مستعيناً بما توافر لديه من خبرة ودراية بأحوالها أو مستعيناً بخدمات سماسرة الأوراق المالية، فإن هذه الإمكانيات لا تتوافر للمدخر الصغير، حيث لا يحتمل ادخاره المتواضع مخاطر المضاربة وتنوع الأوراق المالية، ولا يستطيع المدخر مواجهة هذه المخاطر؛ لافتقاده الخبرة والدراية بأحوال السوق المالية.^(٣)

(١) د. نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد ٧٦، أول يوليو ١٩٩٤، ص: ٤.

(٢) صدر بهذا النظام القانون المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، منشور في الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرراً، بتاريخ ٢٢ يونيو ١٩٩٢، كما صدرت لائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، منشور بالوقائع المصرية، العدد ٨١ الصادر بتاريخ ٨ أبريل ١٩٩٣.

(٣) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٣ الفصل التاسع عشر، مقترحات لتنويع الاستثمار في أسواق رأس المال العربية، ص: (٦٦١-٦٨٦).

فالاستثمار في الأوراق المالية لكي يكون ناجحاً يحتاج تخصصاً دقيقاً وخبرة كافية بأحوال السوق على النحو الذي يُمكن القائم به من اختيار الأوراق المالية المناسبة والتعامل فيها في الوقت المناسب وتوزيع الاستثمار توزيعاً قانونياً واقتصادياً وجغرافياً على مختلف المشروعات بما يضمن العائد المتزن والمستقر والأمن، ويجذب بالتالي رؤوس الأموال الكبيرة والمدخرات الصغيرة إلى هذا النوع من الاستثمار، وتعتبر صناديق الاستثمار الأداة المالية التي يُمكن أن تُحقق كل هذه الأهداف في وقت واحد.

وقد استجاب المشرع المصري إلى هذه الأهداف فوضع نظاماً قانونياً خاصاً لصناديق الاستثمار على غرار كثير من النظم القانونية المتقدمة، بحيث تقوم بدور الوسيط والخبير والأمين لأصحاب رؤوس الأموال والمدخرات وبين الشركات المصدرة للأوراق المالية.

ووفقاً لسياسات الفكر في مجال الاستثمار لا يُنصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة بأن يستثمرها في أوراق مالية، نظراً لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أو السندات التي تُصدرها منشأة معينة) بل يجب شراء تشكيلة من الأوراق يُصدرها عدد من المنشآت؛ لكي يتحقق له القدر الكافي من التنوع الذي يوفر له حماية مناسبة ضد تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة، وهذا ما يُعبر عنه بالقول: بـ"الأضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة، أو ما يُعبر عنه في مفهوم الفكر في مجال الاستثمار بسياسة التنوع".^(١)

وتُحقق صناديق الاستثمار هذا التنوع الآمن لمدخرات الأفراد، حيث تتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمار، ويقوم بتمويلها شركات متخصصة أو بنوك تجارية أيضاً، وتتولى إدارتها بنفسها.

(١) د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان الأردن، ١٩٩٣، ص: ٩٣. انظر أيضاً:

Allen, F, and Faulhaber, G. singling under- pricing in the ipo market, journal of financial ECONOMIC, 23 (1989)P.303.

وتعمل صناديق الاستثمار والتي قد تأخذ شكل شركة متخصصة أو بنكاً، من خلال قيام المدير المؤسس بشراء مجموعة ضخمة ومتنوعة من الأسهم والسندات، وذلك بحسب تخصص الصندوق- تقسم إلى وحدات صغيرة تُباع للمُدخرين، ثم تقسم حصيلة البيع على كمية الأسهم والسندات والصكوك التي تتكوّن منها محفظة الأوراق المالية، والتي يتعامل فيها الصندوق.^(١) وتُصبح بعد ذلك أموال الصندوق مملوكة للمُستثمرين فيه، كل بنسبة المبلغ الذي اشترك به، ويُصدر الصندوق لكل مُستثمر وثيقة مشاركة تُعادل قيمتها في مجموعها مجموع قيمة حافظة الأوراق المالية، ويقوم البنك بتسليم كل مُدخر وثيقة أو عدة وثائق بقيمة حصته في الصندوق، وعلى أساسها تقسم الأرباح أو الخسائر.

ويُقرّر أحد الاقتصاديين أن صناديق الاستثمار سواء أكانت في الولايات المتحدة الأمريكية أم في إنجلترا تُعتبر صيغاً مقبولة جداً للاستثمار أمام متوسطي الدخل وواسعي الثراء؛ لما تقدّمه لهم من وسائل متنوعة للاختيار الواسع في محفظة الأوراق المالية.^(٢)

٢- تعريف صناديق الاستثمار؛

ليس هناك تعريف محدّد لصناديق الاستثمار في قوانين معظم الدول التي أخذت بها، ويرجع ذلك لتعدد أنواع صناديق الاستثمار وتعقد نظامها القانوني وتشابكه.

ولكن يلاحظ أن صناديق الاستثمار تتخذ في معظم الدول، كالولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا وسويسرا وألمانيا وفرنسا وبلجيكا، صياغة تعاقدية تُميّزها عن الصياغة النظامية التي تتخذها شركات الاستثمار.^(٣)

وعلى نفس النهج سار المُشرّع المصري، حيث لم يُعرف بدوره صناديق الاستثمار، واقتصر على النص على أنه يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى

(1) Gary Smith, Money and Bankink Financial Markets and institutions, Addison Wesley publishing company, London,1982, p325.

(2) William carran, Banking and the Global system, Woodhead- Falkner, Cambridge,1979,p.51.

(٣) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والمقارن، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٥، ص:١٦.

استثمار المدخرات فى الأوراق المالية فى الحدود ووفقاً للأوضاع التى تبينها اللائحة التنفيذية^(١).

وعلى هذا يختلف تعريف صناديق الاستثمار باختلاف وجهات النظر، فيذهب بعضهم^(٢)، إلى تعريف صناديق الاستثمار بأنها: عبارة عن تشكيلات من الأوراق المالية (محافظ أوراق مالية) مختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهدافاً معينة لفئات المستثمرين، خاصة الذين لا تتوافر لديهم موارد لبناء محفظة خاصة من الأوراق المالية، أو الذين لا يتوافر لديهم الوقت الكاف والخبرة لإدارة هذه المحفظة.

إلا أنه يمكن تعريف صناديق الاستثمار تعريفاً جامعاً شاملاً « بأنها: مؤسسة مالية تقوم باستثمار الأموال استثماراً مشتركاً من خلال تكوين وإدارة حافظة أوراق مالية متنوعة، وفي مجالات ونشاطات متعددة، ويشترك المدخرون فى أرباحها وخسائرها دون أن يكون لهم حق الإدارة، وتمثل حقوقهم فى صكوك يُصدرها الصندوق»، ويعهد الصندوق بأعمال الإدارة إلى جهة ذات خبرة، ويُطلق عليها اسم (مدير الاستثمار)^(٣).

ووفقاً لهذا التعريف تحقق صناديق الاستثمار الفرصة لجميع المدخرين صغاراً وكباراً فى أن يستثمروا أموالهم استثماراً مشتركاً ومتنوعاً تقل فيه المخاطر من ناحية، وتوفر عليهم الجهد والوقت فى البحث عن أفضل الأوراق المالية التى تتناسب مع مدخراتهم من ناحية أخرى، خصوصاً بالنسبة لهؤلاء المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة الكافية للاستثمار الجيد فى الأوراق المالية، وكذا صغار المدخرين الذين يعجزون فى حالات كثيرة عن استثمار أموالهم القليلة استثماراً مناسباً لقلَّتْها، ولعدم قدرتهم ودرايتهم على إجراء عمليات التحليل المالى لميزانيات الشركات؛ لاختيار أفضل الأوراق المالية التى تناسبهم^(٤).

(١) . انظر: المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) . د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار فى سوق رأس المال، الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: ٩٤.

(٣) . انظر فى ذلك: المادة ١٦٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) . د. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية فى استثمار أموال العملاء، رسالة دكتوراه بحقوق عين شمس، ١٩٩٣، ص: ٢٣٥.

ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار:

تتنوع صناديق الاستثمار وتنقسم إلى عدة أنواع وفقاً لمجموعة من المعايير، فعلى أساس مدى حرية الصندوق في إصدار وثائق تنقسم إلى: صناديق مفتوحة وصناديق مغلقة، وعلى أساس نوعية الأوراق المالية التي تتعامل فيها، تنقسم إلى: صناديق عامة وصناديق خاصة، وصناديق متوازنة وصناديق سوق النقد، وعلى أساس هدف الصندوق تنقسم تبعاً لذلك إلى: صناديق النمو وصناديق الدخل والنمو وصناديق إدارة الضريبة وصناديق ذات الأهداف المزدوجة.

وسوف نتناول هذه الأنواع بصورة مبسطة على النحو الآتي:

١- صناديق الاستثمار وفقاً لمدى حرية الصندوق في إصدار وثائق: تبعاً لهذا الأساس تنقسم الصناديق إلى صناديق مفتوحة وصناديق مغلقة، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

أ- صناديق الاستثمار المفتوحة: Open – End Funds :

يتميز هذا النوع من الصناديق بأن إدارة الصندوق تتمتع بحرية بيع أسهم استثمار بقدر رغبتها، أو على حسب حاجة السوق المالي ورغبة المستثمرين فيه، دون أن يكون هناك حداً أقصى لها في ذلك، وفي هذه الصناديق، لا يستطيع الشخص أن يتداول أسهم الصندوق في الأسواق المالية إلا عن طريق الصندوق نفسه، حيث يمكن لهذا الشخص أن يشتري أسهمه من الصندوق، ثم يعود ويبيعها إلى الصندوق نفسه، حيث يكون الصندوق على استعداد لاستعادة الأسهم التي باعها للغير في أي وقت وفوراً.^(١)

ويتعامل الصندوق في عمليات بيع الأسهم وشرائها بشكل يومي وبصورة آلية؛ ولذا نجد أن أسعار الأسهم تتغير دوماً لتغير أسعار الأوراق المالية.

ب- صناديق الاستثمار المغلقة Close- End Funds :

وهذا النوع من الصناديق يتكوّن من عدد محدود من الأسهم القابلة للتداول في السوق المالي، وبمجرد أن يتم بيع الأسهم جميعاً يغلق الصندوق. ولا يمكن شراء وبيع أسهمه إلا من خلال الأسواق المالية ووفقاً للأسعار السائدة.

(١). د. محمود صباح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ١٩٩٥، ص: ٣٥.

وهناك صورة من صور صناديق الاستثمار المغلقة ثنائية الهدف Dual Funds، حيث تتكوّن استثماراتها من نوعين من الأسهم: أسهم دخل، وأسهم رأس مال.

وتقوم إدارة الصندوق الثنائي الهدف بإصدار نوعين من الأسهم بقيم متساوية، ثم تستثمر الحصيلة في مجموعة استثمارات واحدة Portfolio، ويحصل حملة أسهم الدخل على العائد الجاري الناتج من هذه الاستثمارات (الأرباح - الفوائد) سواء كانت هذه الاستثمارات ممولة بأموالهم أو بأموال أسهم رأس المال، في حين يحصل حملة أسهم رأس المال على الأرباح الرأسمالية الناتجة من ارتفاع القيم السوقية لأسهمهم ولأسهم الدخل.

وفي نهاية أجل الصندوق يتمّ سداد قيمة أسهم الدخل وفقاً لسعر الاكتتاب (أو أي سعر آخر يتمّ الاتفاق عليه في بداية الاكتتاب) مضافاً إليها أية أرباح تكون مستحقة لهم، وما يتبقى بعد ذلك من أصول في مجموعة الاستثمارات فإنها تؤوّل إلى حملة أسهم رأس المال.^(١)

وقد يحدث تعارض في المصالح بين حملة أسهم رأس المال وحملة أسهم الدخل، وذلك في حالة تغير درجة المخاطر في مجموعة الاستثمارات الممولة بحصيلة الأسهم ثنائية الهدف.^(٢)

لو افترضنا حدوث زيادة في المخاطر، فإن تأثيرها سيكون بدرجة أكبر بالنسبة لحملة أسهم الدخل؛ لأن لها حقاً محدوداً على قيمة الاستثمارات؛ ممّا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الأسهم، وفي الوقت نفسه ترتفع القيمة السوقية لأسهم رأس المال، والعكس صحيح، بمعنى أنه: لو افترضنا حدوث انخفاض في المخاطر في هذه الاستثمارات فإن تأثيرها سيكون بدرجة أقل بالنسبة لحملة أسهم الدخل بالمقارنة بحملة أسهم رأس المال؛ أي: سوف يحقق حملة أسهم الدخل استفادة كبرى على حساب حملة أسهم رأس المال.

ولا شك أن هذا التعارض الطبيعي في المصالح يجعل من مهمة إدارة هذه الاستثمارات مهمة صعبة، ولعل هذا كان السبب وراء عدم نمو شعبية هذه الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ إدخالها عام ١٩٦٧.^(٣)

(1) Cary. Smith, money and banking financial markets and institutions, op.cit, p.330.

(2) A.J. Cudley & R.M. Beor, investment analysis and Management.

N.Y. Harper & Roy Publishers, 1979, p.539.

(3) . W.F. Sharp, investments (new jersey): prentice- hall, inc. 1981 p.503.

٢- صناديق الاستثمار وفقاً لنوع الأوراق المالية التي تتعامل فيها:

تبعاً لهذا الأساس، تنقسم الصناديق إلى صناديق عامة، وصناديق خاصة، وصناديق سوق النقد، ويُمكن توضيح ذلك فيما يلي:

أ- الصناديق العامة Common Stock funds:

وهذا النوع من الصناديق يتعامل في جميع الأوراق المالية دون تحديد، حيث يتمتع مدير الصناديق بحرية مطلقة في اختيار نوعية الأوراق المالية التي تتكوّن منها المحفظة التي يديرها الصندوق، ويتمّ توظيف أموال المستثمرين والمُدخرين في شراء الصكوك التي تُحقّق أعلى نسبة من الأرباح وفقاً لرؤية وخبرة ودراسة مُديري الصندوق بنوعية الصكوك الرابحة في السوق ومزاياها، ومن ثمّ يقومون بالتعامل فيها بيعاً وشراءً، ويُعاد استثمار المبالغ الموجودة بالصندوق كلما كان ذلك مفيداً للمُستثمرين فيها، ويحصل هؤلاء المديرون على نسبة محدّدة من الأرباح التي تنتج عن كل صفقة، كما يكون لهم عادة أغلبية الأصوات حتى يكون لهم السلطة المطلقة في توجيه السياسة الاستثمارية لهذا الصندوق. وهذا النوع أكثر انتشاراً في الحياة العملية.^(١)

ويُمكن تقسيم الصناديق العامة إلى نوعين من حيث الإدارة: نوع يُدار بفاعلية وإيجابية activity- managed، ونوع يُدار بسلبية passively- managed.

بالنسبة للنوع الأوّل تسعى إدارة الصندوق إلى التخلص من الأوراق المالية التي ترتفع أسعارها عن قيمتها الحقيقية، وتشتري الأوراق المالية التي تقلّ أسعارها عن قيمتها الحقيقية.

أمّا النوع الثاني من الصناديق فلا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يُذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمّنّها، بل إنها تكتفي بتكوين محفظة من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأُسهم) التي يتكوّن منها أحد مؤشرات السوق، ويُسمّى هذا النوع صندوق المؤشر Index Funds.

(1) . Royl. Garis, Principles of money, Gredit and Banking, the Macmillan company, New york, 1934, p908.

وصناديق المؤشرات تعتمد على فرض أن السوق مثالي، بمعنى: أن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة التي لها أثر على قيمته السوقية.

وفي ظل هذا الفرض لن يكون هناك سهم يُباع بسعر أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، ولكن يكون من المجدي لإدارة صندوق الاستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التي تُباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية.^(١)

والملاحظ من الناحية العملية أن إدارة الصندوق تجد صعوبة في المحافظة على مكونات التشكيلة، بذات النسب التي تتكوّن فيها تشكيلة المؤشر المستهدف، أمّا السبب فهو أن الموارد تأتي للصندوق بصفة مستمرة، فلو افترضنا أن أحد الصناديق يتكوّن من أسهم تُصدرها ١٠٠ مؤسسة مثلاً، فسوف تجد إدارة الصندوق صعوبة كبيرة في توزيع الموارد الجديدة التي تحصل عليها يومياً على شراء ١٠٠ مجموعة من الأسهم، وبذات النسب التي يتكوّن منها المؤشر المستهدف.

وقد تعرّض هذا النوع من الصناديق إلى بعض الانتقادات وهي: أن مديري الصندوق وكبار موظفيه يُحقّقون مكاسب شخصية من كل مشروع أو صفقة تتمّ، وذلك بطريق مباشر أو غير مباشر، وفي كثير من الحالات يتمّ التعامل بين هذه الصناديق وشركات أو جمعيات أخرى يستفيد منها هؤلاء الموظفون الكبار والمديرون في الصندوق وشركات أو جمعيات أخرى يستفيد منها هؤلاء الموظفون الكبار والمديرون في الصندوق، حيث يتمّ التعامل معهم بصفتهم الشخصية، أضف إلى ذلك عدم مسؤولية مديري الصندوق وكبار موظفيه عن أية أخطاء تحدث، أو أية أضرار تلحق بالصندوق أو حملة الأسهم، فيما عدا سوء النية والغش العمدي، كما أن طريقتي الصندوق في توظيف أموال المُستثمرين سواء أكان بالتعامل في الصكوك بيئاً وشراء وإعادة استثمار الأموال وما تقوم به من عمليات في هذا الشأن، قد تعرّض أموال المُستثمرين لمخاطر عديدة.^(٢)

ب- الصناديق الخاصة أو صناديق السندات Bonds Funds :

وهذا النوع من الصناديق يقتصر تعامله على نوع محدّد من الأوراق المالية أو أي مجال محدّد من الاستثمار.

(١) - د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: ١٢١، ١٢٢.

(٢) - د. محمد توفيق الشاوي، اتفاقية تأسيس البنك الإسلامي، مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق جامعة القاهرة، العددان الثالث والرابع، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٧٨، ص: ٥٠٠.

فبعض الصناديق يقتصر تعاملها على السندات فقط، وتُسمَّى بصناديق السندات، وتعمل هذه الصناديق على تكوين محفظتها من تشكيلة من سندات تُصدرها منشآت الأعمال، وبعض السندات التي تُصدرها الحكومة، بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين.

وهناك الصناديق التي تتكوّن من سندات مرتفعة الجودة، التي تُولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمّل المخاطر.

كذلك هناك الصناديق المختلطة؛ أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة، وتتباين معها المخاطر والعائد المُتولّد، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين، الذين تختلف رغباتهم وقدراتهم على تحمّل المخاطر.

وبعضها الآخر من الصناديق الخاصة يقتصر تعامله على مجال محدّد من الاستثمارات، فهناك الصناديق التي تتكوّن فقط من سندات تُصدرها الحكومة المحلية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، وتتميّز تلك الصناديق بأن عائداتها معفي من الضريبة، وأنها تُتيح للمستثمر فرصة للحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري، هذا ويبلغ الحد الأدنى للاستثمار في مثل هذه الصناديق ٥٠٠٠ دولار.

وقد تتخصّص بعض الصناديق بصفة أساسية في الأعمال المصرفية، أو التأمين أو صناعة الطائرات أو المناجم والتعدين، وقد تتخصّص بعض هذه الصناديق في التعامل في السندات الرئيسية والعقارات أو خطوط السكك الحديدية أو المؤسسات ذات النفع العام.^(١)

ج- الصناديق المتوازنة Balanced Funds:

وهذا النوع من الصناديق يشتمل تعاملها على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت، مثل السندات التي تُصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحوّل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة؛ لذا يُطلق عليها أيضاً الصناديق المتنوعة Diversified funds.

(1) . Royl.Caris, principles of money Credit and Banking, op.cit. p.969

ووفقاً لأهداف الصندوق يتم تحديد نوع الأوراق المالية، فعندما يكون من الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة في تحمّل مخاطر متوسطة نسبياً، يُتوقع أن ترتفع - إلى حد ما - نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية، أما عندما يكون في مقدمة الأهداف تحمّل المستثمر لحد أدنى من المخاطر، فحينئذ ترتفع نسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وذلك على حساب الاستثمار في الأسهم العادية.^(١)

ويتم إيداع هذه الأوراق لدى « أمين »، حيث تصدر شهادات تمثل حقوق المودعين، وأي دخل يتحقق في أي صورة يتم توزيعه عن طريق قسمة المبلغ على عدد الشهادات التي تحمل كل منها قيمة مُمثلة لأخرى.

ويلاحظ أن الشهادات التي تمثل حقوق المودعين في الصناديق، تتأثر قيمتها ارتفاعاً وانخفاضاً - بالتغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية الأساسية التي تمثلها، ويُحدّد ثمن كل سهم عن طريق قسمة عدد الأسهم من كل وحدة أو من كل مجموعة مُمثلة، على قيمة الأسهم المدرجة في محفظة الأوراق المالية التي يتكوّن منها الصندوق.^(٢)

د - صناديق سوق النقد Money Market Funds:

هذا النوع من الصناديق يُعتبر مؤسسات حديثة نسبياً^(٣)، وإذا كان لها خصائص صناديق الاستثمار فإنها تقوم بوظائف مؤسسات الإيداع إلى حد معين، وتتكوّن هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول عادة في سوق النقد؛ أي: من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. ومن أمثلة الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزنة وشهادات الإيداع (الاستثمار) والكمبيالات المصرفية، وهي أدوات متداولة في السوق النقدي، وتتميّز بالأمان والسيولة المرتفعة.

(١) . د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: ١٢٣.

(2) . Royle, Principles of Money Credit and Banking, O.P.C.I.T, P.971.

(٣) . لقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٧٣، وقد بلغ عائد هذه الصناديق مستوى مرتفعاً لم تحقّقه الصناديق الأخرى من قبل. انظر:

Claessens, s. The new international financial architecture Center of economic policy and Research (CEPR) London, 2008, pp. 29 - 32.

وهذا النوع من الصناديق يُعطي للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرّضه للغرامة، بل ويُمكنه تحرير شيكات في مقابل قيمة الأسهم التي يمتلكها، ولكن لا يُمكن أن تزيد قيمة تلك الأسهم، وفي الواقع فإن الأسهم في صناديق سوق النقد تُماثل حسابات الودائع البنكية التي تدفع فوائد، وإن كانت من الناحية القانونية ليست ودايع شيكية.

ويتميّز هذا النوع من الصناديق بأنه يستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، فالصندوق يتكوّن من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة، كما أنها أوراق صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية، وهي جهات تأتي الأوراق المالية الصادرة عنها في مقدمة الأوراق مرتفعة الجودة؛ لذا فقد نجحت تلك الصناديق في جذب المستثمر المحافظ الذي كان يُفضل عادة استثمار أمواله من خلال الودائع المصرفية، ويرجع ذلك إلى أنها تُحقّق دائماً عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة المقرّر على الودائع.

٢- صناديق الاستثمار وفقاً لأهدافها:

تبعاً لهذا الأساس، تنقسم الصناديق إلى صناديق نمو، وصناديق دخل، وصناديق دخل ونمو، وصناديق الأهداف المزدوجة، وصناديق إدارة الضريبة. ويسعى مديرو الصناديق إلى اختيار الهدف أو الأهداف التي تجذب له فئة كبيرة من المستثمرين.

أ- صناديق النمو Growth Funds:

يهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق تحسّن في القيمة السوقية لمجموعة الأوراق المالية التي يتكوّن منها الصندوق، وذلك من خلال توجيه الجزء الأكبر من استثمارات الصندوق إلى شراء أسهم عادية للشركات والمؤسسات الصناعية التي تتسم بدرجة عالية من النمو. ويُمكن لمديري الصناديق تحديد مثل هذه الأسهم عن طريق الاطلاع على سجلات هذه الشركات، ويتم اختيار أسهم الشركات التي تُسجل نمواً مطرداً في المبيعات، وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم؛ أي: على نمو الأموال المستثمرة.

وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتوَلَّد المزيد من الأرباح التي يُعاد استثمارها مرة أخرى، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم، وهكذا، ولا مانع من تحمُّل بعض المخاطر في تلك الاستثمارات.^(١)

وهذا النوع من الصناديق يُلائم المُستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم، وكذلك المُستثمرون الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية، خاصة في ظلّ نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الإبرادي) مرتفعاً عن معدل الضريبة على (الربح الرأسمالي) أي: الربح الناجم عن بيع الأوراق المالية بقيمة أكبر من القيمة الذي اشترى به.^(٢)

ب- صناديق الدخل Income Funds:

يهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق دخل ثابت، وذلك من خلال توجيه استثماراته الصندوق إلى شراء أسهم الشركات الكبيرة المستقرة، والتي تدرُّ أرباحاً مرتفعة ومستمرة. ويُطلق على هذا النوع من الأوراق المالية (السندات والأسهم الممتازة)، وفي هذه الأحوال لا تُوجه الاستثمارات إلى الأسهم الخطرة التي تعد بتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة ولكن محتملة.^(٣)

وهذا النوع من الصناديق يُلائم المُستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، ومثل هؤلاء المُستثمرين يخضعون عادة لشريحة ضريبية منخفضة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق.

ج- صناديق الدخل والنمو Income, Growth Funds:

يهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق الدخل والنمو معاً ويوازن بينهما وفقاً لظروف السوق، ولتحقيق ذلك يُقسم الصندوق الاستثمارات إلى قسمين: الأول: يُوجَّه لشراء الأسهم العادية التي تتميز بانخفاض درجة المخاطرة، وهذا النوع من الاستثمار يحقق أقل دخل متاح في السوق، وأكثر قدر من الأمان، ويهدف

(١) د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص: ١٢١، وانظر أيضاً: د. محمود مصباح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: ٣٣.

(٢) د. منير إبراهيم هندي، أدوات المستثمرين في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص: ١٢٦.

(٣) د. محمود صباح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: ٣٣.

إلى تحقيق النمو، والقسم الثاني: يُوجَّه لشراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات والأسهم الممتازة).^(١)

وعلى ذلك يستخدم الصندوق حصيلة بيع الأسهم المصدرة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية تتوافر فيها سمة النمو وسمة الدخل، ويحصل حملة الأسهم على عائد دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولَّد مصدره أسهم النمو أو أسهم الدخل.

وهذا النوع من الصناديق يلائم المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نفسه بتحقيق قدر من النمو لاستثماراتهم.

د - صناديق ذات أهداف مزدوجة Dual Funds:

يهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق النمو والدخل مع التفرقة بينهما عند بيع أسهم الصندوق؛ حيث يكون هناك أسهم دخل، وأخرى للنمو، وعلى المستثمر أن يُفاضل بينها عند توزيع استثماراته.

وتلبية لتلك الأهداف يُصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم دخل، وأسهم نمو (أي: أسهم يتوقع أن يتولَّد عنها أرباح رأسمالية)، وتكون عادة القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، وتُوجَّه حصيلة بيع أسهم الدخل لشراء أوراق مالية تدرُّ عائداً دورياً مرتفعاً، في حين حصيلة أسهم النمو لشراء أسهم شركات عُرِف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح.^(٢)

وخلال فترة بقاء الصندوق في مزاولة النشاط، يحصل حملة أسهم الدخل على عائد يتمثل في جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولَّدة عن التشكيلة، دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولَّد مصدره أسهم الدخل أو أسهم النمو.

يُنصُّ عادة في قانون إنشاء الصندوق على ضمان حصول حملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنوياً، وعند انقضاء الصندوق لانتهاؤ فترة مباشرة نشاطه، يستردُّ حملة أسهم الدخل قيمة الاسترداد المحدَّدة، وتتمثل قيمة

(١) د. محمود صباح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، مرجع سابق، ص: ٣٣.

(2) Jack. C. Francis, investment, analysis, and management, 4th, ed, mc-Graw- Hill. & CO, New York. 1986, pp799.

الاسترداد في قيمة الاستثمار الأصلي مضافاً إليها أي دخل تحقق في سنة ماضية ولم يتم توزيعه على حملة تلك الأسهم، أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما يتبقى من قيمة بيع التشكيلة المكونة للصندوق.^(١)

وفكرة عمل هذا الصندوق تتمثل في استغلال تعارض أهداف المستثمرين، بحيث إن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها. فالأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل يحصل عليها حملة أسهم النمو، والفوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل.

ه- صناديق إدارة الضريبة Tax- Managed Funds:

فكرة عمل صناديق إدارة الضريبة هي عدم توزيع فوائد أو أرباح على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي يتجنب دفع الضريبة؛ نظراً لعدم حصول المستثمر على التوزيعات في صورة نقدية.^(٢)

كذلك تعمل إدارة الصندوق على شراء السندات التي تصدرها السلطات المحلية في الأقاليم بغرض الاستفادة من الإعفاء الضريبي لدخلها.^(٣)

وهذا النوع من الصناديق يلائم كبار المستثمرين الأثرياء الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة أو تجنب الخضوع للضرائب التصاعدية مرتفعة الأسعار.

نخلص ممّا سبق إلى: أن هناك أنواعاً متعددة من صناديق الاستثمار، ويجب على الجهات المسؤولة عن إدارة هذه الصناديق أن تختار صندوق الاستثمار في ضوء متطلبات أفراد المجتمع، مع متابعة هذه المتطلبات في ضوء المتغيرات الاقتصادية الجديدة.

(١) د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق المال، مرجع سابق، ص: ١٣٠.

(٢) - تستحق الضريبة عن كل توزيع في صورة أرباح أو فوائد يحصل عليها المستثمر، وكذلك عند بيع الأسهم، ويكون وعاءها هو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر.

(٣) - محمود صباح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، مرجع سابق، ١٩٩٥، ص: ٣٢.

المطلب الثاني

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق المال

لقد نظم المشرع لأول مرة صناديق الاستثمار في القانون الجديد لسوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وذلك في الباب الثاني منه، حيث نصت المادة (٣٥) على أنه: يجوز إنشاء صناديق استثمار المدخرات في الأوراق المالية في الحدود والأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية.

أولاً: صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار:

لقد عرفت مصر شركات الاستثمار من قبل، وكانت تقوم بدور مشابه لدور صناديق الاستثمار؛

وتعتبر صناديق الاستثمار الوليد الشرعي لمؤسسات مالية يُطلق عليها اسم شركات الاستثمار «Investment Companies» وهي شركات تلعب دور الوسيط بين المدخرين وبين المشروعات الصناعية والتجارية، ويتمثل غرضها الوحيد في تكوين حافظة من الأوراق المالية الصادرة من هذه الشركات وإدارة هذه الحافظة وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر، وهو نفس الغرض الذي أنشئت من أجله صناديق الاستثمار.

ويلاحظ أن صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار تتفق في وحدة الغرض؛ ولذا يتبعان مبادئ واحدة في تكوين وإدارة حوافظ الأوراق المالية حتى تكفل الأمن المطلق للمدخرات، إذ فضلاً عن اتباعها لمبدأ توزيع المخاطر الذي يفرض عليها نشاطاً سلبياً يتمثل في امتناعها عن أعمال التمويل والسيطرة والمضاربة على الصكوك في سوق الأوراق المالية.^(١)

وعلى الرغم من التماثل بين شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار فإنه يجب عدم الخلط بين الطائفتين حيث تختلفان في بعض الوجوه، من ذلك أن شركات الاستثمار تتخذ شكل شركة مساهمة وتتمثل حقوق المساهمين فيها

(١) د. السيد عبد المولى، التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية القاهرة، ١٩٩٢، ص: ١٠٥، وأيضاً:
د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص: ٤١، ٤٢، وأيضاً
د. مصطفى رشدي شيجة، الاقتصاد النقدي والمصري، الدار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٨٥، ص: ٣٩٦.

فى الأسهم التى تصدرها، وبنائها القانونى ثنائى الأطراف يعتمد على وجود الشركة كشخص معنوى من جهة، والمساهمين كشركاء من جهة أخرى، بينما صندوق الاستثمار يُعدُّ بنياناً ثلاثى الأطراف يعتمد على وجود المؤسس وأمين (أو مدير) الاستثمار والمُدخِرين، وبذا لا يكون لأمين (أو لمدير الاستثمار) وجود فى شركة الاستثمار بعكس صندوق الاستثمار؛ لأنها تقوم بنفسها بدور الأمين أو المدير الذى يتولى تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية.

كما أن المُشرع المصرى يعترف بالشخصية المعنوية لشركات الاستثمار وعلى عكس صناديق الاستثمار^(١) وعلى الرغم من اتخاذ صندوق الاستثمار فى مصر شكل شركة مساهمة فإن هذه الشركة - تُعرف بشركة الصندوق - وهى التى تتمتع بالشخصية المعنوية، وليس الصندوق ذاته ممَّا يجعله يختلط بشركة الاستثمار؛ لأنها تتمتع بهذه الشخصية. فضلاً عن ذلك فإنه فى حين يحصل المُدخرون المساهمون فى شركة الاستثمار على الأسهم التى تصدرها لتمثيل حقوقهم فيتمتعون من ثم بجميع حقوق المساهم، لا سيَّما الحق فى الاشتراك فى إدارة الشركة، فإن المُدخِرين الذين ينضمُّون إلى صندوق الاستثمار فى مصر يحصلون على صكوك تمثل حقوقهم وتُسمى «وثائق الاستثمار»، وهى وثائق إن خولتهم حق الاشتراك فى أرباح الحوافظ والحق فى استرداد حصصهم فإنها لا تُخولهم حق الاشتراك فى إدارة شركة صندوق الاستثمار أو فى إدارة الحوافظ التى يقوم بتكوينها، أضف إلى ذلك أن صناديق الاستثمار لا تخضع للقواعد النظامية التى تخضع لها شركات الاستثمار سواء أكان فيما يتعلق بتأسيسها أم إدارتها أم إنفاقها وتصفيتها، وإن أمكن أن تتعلق هذه القواعد بشركة الصندوق. ومن ثمَّ يظل الفرق قائماً بين صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار وفقاً لأحكام القانون المصرى.^(٢)

ثانياً: صناديق الاستثمار وتعظيم نشاط سوق المال:

لقد نظَّم المُشرع المصرى صناديق الاستثمار بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال؛ وقد تضمَّن هذا القانون العديد من النقاط الجوهرية

(١) - يتفق القانون المصرى مع القانون المقارن فى الاعتراف بالشخصية المعنوية للشركة على عكس الصندوق، أما القانون الكويتى فقد اعترف لصندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية.

(٢) - د. حسنى المصرى، صناديق الاستثمار المشترك، مرجع سابق، ص: ٤٢.

التي تلعب دوراً مهماً في تشجيع الاستثمار في صناديق الاستثمار ومن ثم تنشيط سوق المال، وسوف نوضح ذلك من خلال ما يلي:

١- الحوافز القانونية لتشجيع الاستثمار في صناديق الاستثمار:

لقد سمح المشرع بإنشاء صناديق استثمار، وأجاز لها أن تتعامل بالإضافة إلى الأوراق المالية في القيم المالية المنقولة الأخرى، أو في غيرها من مجالات الاستثمار، وذلك بعد حصولها على ترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

وقد قرّر المشرع أن يتخذ الصندوق شكل « الشركة المساهمة » برأس مال نقدي، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة.^(١)

ونحن لا نتفق مع المشرع في هذا الشرط الذي يفصل بين الملكية والإدارة، فالمدير إذا كان مالكا فإنه سيحرص على نجاح مشروعه، أضف إلى ذلك أن المديرين الأكفاء ذوي المهارة المتميزة، لا تقنعهم المناصب المرتبطة بمبالغ مالية محدّدة في صورة مرتبات كانت أو مكافآت، وإنما يشترطون في العادة نسبة من الربح أو قدراً من المشاركة في الملكية^(٢). ولا ندري ما العلة أو الغاية التي توجّهاها المشرع من وضع مثل هذا الشرط.

كما نصّ المشرع على أن النظام الأساسي لصندوق الاستثمار يُحدّد النسبة بين رأسماله المدفوع وبين أموال المستثمرين بما لا يجاوز ما تحدّده اللائحة التنفيذية.

ويصدر الصندوق في مقابل هذه الأموال أوراقاً مالية في صورة « وثائق الاستثمار، يُشارك حاملوها في نتائج استثمار الصندوق ».^(٣)

(١) . انظر: المادة ٣٥ من القانون رقم ٣٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق المال، وانظر أيضاً: د. السيد عبد المولى، التشريعات الاقتصادية، مرجع سابق، ص: ١٠٥.

(٢) . ويرى الدكتور عمر سلمان أن « فكرة المدير الشريك » هي إحدى الحقائق الراسخة في عالم اليوم، على اعتبار أنها فكرة تساهم كثيراً في إيجاد طبقة تتميز بالكفاءة من المنظمين المحليين، وهي الوظيفة المفقودة في معظم البلدان النامية على الرغم من أهميتها الواضحة في ظل فلسفة التحرر الاقتصادي، الأهرام الاقتصادي العدد ١٢٦، بتاريخ ١٢ يوليو ١٩٩٢.

(٣) . تعطي صناديق ووثائق الاستثمار للمستثمرين حقوقاً متساوية قبل الصندوق، ويكون لحاملها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب؛ انظر في ذلك: المادة ١٥٢ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ويتمُّ الاكتتاب فيها عن طريق أحد البنوك المرخّص لها بذلك من وزير الاستثمار، ويضع مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إجراءات إصدار تلك الوثائق واسترداد قيمتها والبيانات التي تتضمنها وقواعد قيدها وتداولها في البورصة.^(١)

وهذا يعني أن صناديق الاستثمار تُصدر الوثائق والصكوك بحيث تُمثل في مجموعها مجموع الأوراق المالية التي تتضمنها محفظة الصندوق، وليس بالطبع أن تقابل قيمة الوثيقة قيمة السهم أو السند أو صك التمويل التي تضمها محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق لصعوبة ذلك عملاً، وإنما يتمُّ في العادة تجزئة قيمة أوراق المحفظة في مجموعها وتحويلها إلى وثائق، تمثل كل وثيقة منها قدرًا يسيرًا من القيمة الإجمالية لموجودات المحفظة، بحيث تكون في متناول المدخر الصغير من ناحية، ويسهل التعامل فيها بيعاً وشراءً من ناحية أخرى، خصوصاً وأن المشرع أجاز استرداد قيمتها، وتداولها في البورصة، والاكتتاب فيها وجوباً عن طريق أحد البنوك المرخص لها في ذلك.

ورغبة من المشرع في تنشيط حجم التعامل وزيادة الأوراق المالية المتداولة في سوق المال، فقد استحدثت مؤسسات مالية جديدة أهمها:

أ- السماح للبنوك وشركات التأمين أن تباشر بنففسها نشاط صناديق الاستثمار بعد أخذ ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال وموافقة البنك المركزي المصري، أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين بحسب الأحوال.^(٢)

ب- السماح بتكوين اتحادات للعاملين المساهمين^(٣) بصفتها وسيلة لتوسيع قاعدة الملكية ونشر الوعي الخاص بالتعامل الاستثماري في مجال الأوراق المالية، وهذه الوسيلة هي نفس فكرة نوادي الاستثمار الموجودة في بعض الدول المتقدمة،

(١) مثل هذه الإجراءات؛ أن تتضمن نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام عدة بيانات فيها طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية ومدى حدود مستوية حامل الوثيقة في ناتج التصفية، وبيان ما إذا كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها وحالات ذلك وإجراءات وكيفية إعادة بيعها.

ولا يجوز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلا بعد موافقة حملة الوثائق وفقاً للإجراءات المنصوص عليها؛ انظر في ذلك: المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وكذلك المادة رقم ١٤٥ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(٢) - انظر المادة ٤١ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) - انظر المادة ١٨٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

حيث يتم اقتطاع مبالغ دورية في صورة مدخرات تُستخدم في شراء أسهم أو سندات بصورة جماعية حيث تقتسم الأرباح بعد ذلك، وتنشأ نوادي الاستثمار في أماكن تجمع العمل أو السكن.^(١)

ج- السماح بإنشاء شركات ضمان أو ترويج الاكتتاب، فقد أدخل المشرع هذا النوع من المؤسسات المالية للعمل في سوق المال بغرض التوسع في سوق الأوراق المالية مع أخذ الضمانات الكافية لحماية المستثمرين.^(٢)

ولا شك أن هذه المؤسسات تقوم بدور مكمل لصناديق الاستثمار في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية في مرحلة التحول الاقتصادي وتدعم برامج التخصيصية.

٢- مزايا وضمانات المستثمرين في صناديق الاستثمار:

لقد تضمن قانون سوق المال مميزات وضمانات للمستثمرين في صناديق الاستثمار، كحافز لتشجيع الأفراد على الاستثمار في هذا المجال، ونحن لسنا بصدد سرد تفصيلي لمواد القانون، ولكن اهتمامنا الأساسي هو عرض أهم المزايا والضمانات، والتي تتمثل فيما يلي:^(٣)

المزايا المقررة للمستثمرين في صناديق الاستثمار:

- حق الاشتراك في الأرباح والخسائر، حيث يكون لحامل وثائق الاستثمار حق الاشتراك في الأرباح والخسائر عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب.

- حق استرداد قيمة وثيقة الاستثمار، حيث يكون لحامل وثائق الاستثمار حق استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها، وتتضمن شهادات الاكتتاب حالات وشروط استرداد قيمة الوثيقة وتتحدد قيمة الاسترداد على النحو الآتي:

(١) . هذه الاتحادات تحقق فائدة كبرى للاقتصاد القومي خلال فترة التحول نحو اقتصاد السوق، حيث يمكن أن تساهم في اتساع سوق التداول، وتزويد الوعي والخبرة لشئون الاستثمار في الأوراق المالية. لمزيد من التفصيل انظر: د. عاطف النقلي، التخصيص وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، أول أغسطس ١٩٩٤، ص: ٤٧.

(٢) . تظهر أهمية هذه الشركات بالنسبة للمشروعات ذات الحجم الكبير أو إذا كانت السوق في بدايتها وتحتاج لمن يدعم الثقة في الأوراق المالية المصدرة، كما هو الحال بالنسبة للسوق المصرية فالأمر يحتاج إلى وجود مؤسسات مالية متخصصة في القيام بضمائم الاكتتاب أو الترويج له؛ انظر: المادة ٢٧٥ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥.

(٣) . انظر: المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

أ- الوثيقة العادية: إذا طلب صاحب الوثيقة استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها فترد إليه القيمة الصادرة بها الوثيقة أو قيمة آخر سعر إقفال لها بالبورصة أيهما أقل.

ب- وثائق صناديق البنوك وشركات التأمين: تتحدد قيمة الوثيقة التي يتم استردادها على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير في الأسبوع السابق للاسترداد.^(١)

٣- حق حامل وثائق الاستثمار العادية أن يتعامل فيها عن طريق البورصة للحصول على قيمتها، حيث قرر المشرع قيد وثائق الاستثمار العادية وتداولها في بورصات الأوراق المالية وفقاً للقواعد التي يقررها مجلس إدارة هيئة سوق المال.

- أما وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فلا يجوز قيدها أو تداولها في بورصات الأوراق المالية، ويجري استرداد قيمتها عن طريق الصندوق ذاته.^(٢) ولهذا فإن الصناديق التي تنشئها البنوك تكون عادة صناديق مفتوحة ذات رأس مال متغير، وهو ما يسمح بانسحاب المدخرين القدامى وقبول مدخرين جدد دون تعديل في نظام الصندوق، بينما تكون الصناديق التي تنشئها جهات أخرى غير البنوك وشركات التأمين صناديق مغلقة ذات رأس مال ثابت مما لا يسمح برد قيمة الوثائق للمكتتبين فيها الذين يتعين عليهم لهذا الغرض البحث عن مشتر من خلال بورصة الأوراق المالية.^(٣)

٤- حق حامل وثائق الاستثمار في الحصول على ناتج التصفية، حيث قرر المشرع توزيع ناتج تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع، ورصد حملة الوثائق في ذلك التاريخ.

٥- حق حامل وثائق الاستثمار في التمتع بالأعضاء الضريبي متى كانت وثائق الاستثمار مقيّدة في الجداول الرسمية للبورصة - حيث تُعفى وثائق الاستثمار

(١) . انظر: المادة ١٥٩، ١٧٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) . انظر: المادة ١٨٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) . د. أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية (صناديق الاستثمار) كتاب الأهرام الاقتصادي الصادر في ١١/١٩٩٤، ص: ٣٢.

باعتبارها أوراقاً مالية من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية، كما يُعفى عائد هذه الأوراق من الضريبة على رؤوس الأموال المنقولة، ومن الضريبة العامة على الدخل.^(١)

الضمانات المقررة للمستثمرين في صناديق الاستثمار؛

١- إحاطة المستثمرين بالمعلومات الضرورية عن صندوق الاستثمار، فقد قرّر المشرع أن الوثائق التي تُصدرها صناديق الاستثمار يجب أن تتضمن البيانات الإضافية التي تهم المستثمر، وهي^(٢)؛

أ- السياسة الاستثمارية للصندوق.

ب- طريقة توزيع الأرباح السنوية، وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية.

ج- أسهم الجهة التي تتولّى إدارة نشاط الصندوق وملخصاً وافياً عن أعمالها السابقة.

د - طريقة التقويم الدوري لأصول الصندوق، وإجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار، كما قرّر المشرع أنه لا يجوز تعديل هذه البيانات إلا بعد موافقة حملة الوثائق.^(٣)

٢- ألزم المشرع إدارة صناديق الاستثمار بأن تحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري على ألا يكون هذا البنك شريكاً أو مساهماً في الشركة المالكة للصندوق، أو الشركة التي تتولّى إدارة نشاطه، وعلى أن يُقدم الصندوق إلى الهيئة العامة لسوق المال بياناً عن تلك الأوراق معتمداً من البنك على النموذج الذي يضعه مجلس إدارة الهيئة.

ولا شك أن المشرع قد جانبه الصواب عندما قرّر ضرورة الاحتفاظ بتلك الأوراق لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي، والتي تعمل كأمعاء استثمار، وكونه غير شريك أو مساهم في الشركة المالكة للصندوق، أو الشركة التي

(١) - انظر: المادة ١١، ١٤، من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) - انظر: المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) - المادة ٣٨ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

تتولّى إدارته، وذلك رغبة في أن تكون تلك الأوراق بمنأى عن أي من الشركة المالكة أو شركة الإدارة، حتى لا يحدث من أيهما ما يضر بمصالح المساهمين، وفي ذلك ضمان لهم عندما جعل المشرع البنك رقيباً على تصرفات أي منهما.

٣- عدم المخاطرة بالأموال المستثمرة، فقد أحكم المشرع قبضته على صناديق الاستثمار من خلال تنظيم عملها، حيث منع المشرع صناديق الاستثمار من مزاوله أي أعمال مصرفية مثل إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة، وينطبق عليه نفس شروط تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، على أن يتم استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية وفقاً للشروط الآتية^(١):

أ- ألا تزيد نسبة ما يُستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠٪ من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة.

ب- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله، وبما لا يُجاوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

٤- أن يحتفظ الصندوق بنسبة كافية من السيولة تكفي للوفاء بطلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق.

٥- لا يجوز الاقتراض من الغير بما لا يُجاوز ١٠٪ من قيمة وثائق الاستثمار القائمة على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق^(٢).

٦- أن يُصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار اسمية على النحو الآتي:

أ- ألا تقل القيمة الاسمية عن عشرة جنيهات، ولا تزيد عن ألف جنيه.

ب- أن يستخرج وثائق الاستثمار من فئة وثيقة واحدة، أو خمسة وثائق ومضاعفاتها.

(١) - انظر: المادة ١٤٠ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) - انظر: المادة ١٤٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ج- يتم إصدار وثائق الاستثمار المرخص بها دفعة واحدة للاكتتاب العام عن طريق أحد البنوك الذي يظل مفتوحاً لمدة خمسة عشر يوماً، وإذا لم يتم تغطية الاكتتاب بالكامل خلال هذه المدة، جاز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيتها من الوثائق بشرط ألا يقل عن ٥٠% من مجموع الوثائق المصدرة وألا يسقط ترخيص الصندوق.

٧- لا يجوز إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا بالشروط التي تحددها هيئة سوق رأس المال بشرط ألا تزيد عدد هذه الوثائق على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة، كما لا يجوز إصدار وثائق استثمار عن حصص عينية أو معنوية.^(١)

٨- أن يُدير صندوق الاستثمار جهة ذات خبرة تُسمى مدير الاستثمار، هذه الجهة تتمثل في شركة مصرية أو شركة أجنبية متخصصة تضم كفاءات وخبرات في نشاط الصندوق.^(٢)

٩- أخضع المشرع صناديق الاستثمار لرقابة جماعة حملة وثائق الاستثمار؛ حيث تتكوّن من حملة وثائق الاستثمار جماعة غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها، ويكون لها ممثّل قانوني من بين هؤلاء الأعضاء، يتم اختياره في اجتماع للجماعة بالأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف قيمة الإصدار، وعلى شركة الصندوق أن تُوفّي ممثّل الجماعة بنسخة من التقارير عن نشاط شركة الصندوق، ونتائج أعمالها، والقوائم المالية لها، ومراجعة حساباتها، ويجب على هذه الشركة قبل عقد الجمعية العامة للمصادقة على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر أن تُرسل إلى صاحب كل وثيقة المستندات التي تُرسل للمساهمين.

١٠- أخضع المشرع صناديق الاستثمار لرقابة هيئة سوق المال، فالزم إدارة الصندوق بتقديم نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تُطرح للاكتتاب العام إلى الهيئة لاعتمادها. ويجب إخطار الهيئة بنموذج وثيقة الاستثمار قبل الاكتتاب فيها. وللهيئة الإشراف على نشاط الصندوق والتحقّق من ممارستها طبقاً لأحكام القانون ولائحته التنفيذية.^(٣)

(١) - انظر: المادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) - حيث تطلب المشرع مجموعة من الشروط يجب توافرها في الشخص الذي يعهد إليه بإدارة نشاط الصندوق (مدير الاستثمار)، كما حظر على مدير الاستثمار القيام ببعض العمليات التي يُمكن أن تُعرّض أموال الصندوق للمخاطر، ولا شك أن هذا يُشكل ضماناً كبيراً لمستثمري الصندوق؛ انظر: المادة ١٦٢ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال.

(٣) - انظر: المادة ١٥٢ وما بعدها، والمادة ١٧٨ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الخاتمة:

تناول هذا البحث موضوع دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق المال، حيث إن أسواق الأوراق المالية تحتل مركزاً مالياً هاماً في كافة دول العالم؛ لما تقوم به من دور هام في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى المشروعات القاطرة، وهي الآن تتجه نحو مزيد من الانفتاح على المحيط والعالم والاحتكام إلى المنافسة المفتوحة، وذلك مع قدوم شركات إقليمية وعالمية إلى مصر، سواء لتقديم خدمات مالية أو لتعبئة موارد من السوق المحلي لأغراضها الخارجية، بالإضافة إلى إمكان ربط بورصة مصر ببورصات عربية وعالمية ...، كل ذلك من شأنه أن يجعل الشركات المصرية تحت مجهر العالم ليس فقط للنظر في أدائها المالي بل للنظر أيضاً في أساليب تشغيلها وإدارتها.

ولا شك أن إحكام الرقابة على التعامل في سوق الأوراق المالية، وتطبيق مبادئ الإدارة السليمة وحوكمة الشركات يؤدي إلى إشاعة مناخ استثماري سليم وبيئة أعمال جاذبة، ويخلق فرص عمل، ويحقق معادلة الربح مع دفع عجلة التنمية.

فإن نجاح أساليب الرقابة يُعطي نموذجاً عاماً يُحتذى به، ويلزم الشركات المتعاملة بنزاهة الأعمال، ويحد من شيوع الإعلانات المضللة والكاذبة التي باتت خطراً يهدد مجتمع الأعمال بصفة عامة وأسواق المال بصفة خاصة.

أهم النتائج:

١- نجحت هيئة سوق الأوراق المالية في:

تبني إستراتيجية تنافسية في مجال إيجاد فرص الاستثمار والمضاربة المناسبة للبقاء على فاعلية نشاط البورصة محلياً وعالمياً.

رفع كفاءة الأداء الداخلي للبورصة، وتنظيم إجراءات العمل بشكل يُحقق جودة التنفيذ، ويتفق مع معايير الأداء الدولية.

التطوير المستمر للإطار الرقابي للهيئة، وما يتطلبه هذا من تعديلات مستمرة للهيكل التنظيمي للهيئة بما يتناسب مع مستوى التطور في سوق الأوراق المالية، مع التزام جميع أطراف السوق بتطبيق التشريعات والقواعد المنظمة لسوق المال.

٢- نجحت هيئة سوق المال في توفير وتمويل متوسط الأجل وطويل الأجل من خلال المجالات الآتية^(١)

التوريق: إصدار سندات توريق الحقوق المالية الآجلة بغرض إصدار سندات توريق تورد حصيلتها إلى الشركة منشئة المحفظة.

التوريق الداخلي، والذي يُمكن الشركة المساهمة من غير شركات التوريق من إصدار سندات توريق يُخصص لسداد قيمتها والعائد عليها محفظة مستقلة من الحقوق المالية الآجلة دون الحاجة إلى إنشاء شركة توريق وحوالة المحفظة المحالة إليها.

٣- استطاعت هيئة سوق المال تنشيط التداول في سوق السندات المصري من خلال^(٢):

تحديث القواعد المنظمة للتداول على السندات في سوق خارج المقصورة OTC.

تطوير أساليب التداول والتسوية للمعاملات على السندات بين المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات بما يسهل عملية التداول والتسوية.

(١) - تقرير هيئة سوق المال الصادر عام ٢٠٠٧، تقرير غير منشور.

(٢) - تقرير هيئة سوق المال الصادر عام ٢٠٠٧، تقرير غير منشور.

٤- حرصت الهيئة على دعم وتشجيع برامج تنمية الوعي الاستثماري من خلال^(١)؛

إصدار نشرات دورية.

إصدار أدلة وكتيبات عن الإدارات والآليات المالية الجديدة.

إصدار تقارير سنوية.

عقد المنتديات الصحفية لسوق المال.

عقد الندوات الصحفية لسوق المال.

عقد ندوات بالجامعات والمنتديات التعاونية والاجتماعية.

إنشاء وحدة تنظيم بالهيئة تحت مسمى (إدارة الاتصالات وتنوعية المستثمرين) مهمتها الرئيسية؛ إيجاد اتصالات مستمرة مع المستثمرين، والعمل على تنمية وعيهم الاستثماري.

تقديم برنامج التداول التعليمي Stock Riders.

عقد مؤتمرات للبورصة تتضمن لقاءات تعليمية وحلقات نقاشية.

٥- حرصت الهيئة العامة لسوق المال على حماية المستثمرين من خلال عدد من الآليات تتمثل فيما يأتي؛

صندوق حماية المتعاملين من المخاطر غير التجارية Investors Protection Fund. وقد أنشئ هذا الصندوق بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم (١٧٨٤) لعام ٢٠٠٤، ويعمل هذا الصندوق على توفير الحماية للمستثمرين ضد المخاطر غير التجارية في سوق الأوراق المالية، ويشمل ذلك المخاطر المهنية ومخاطر تصفية شركات الوساطة المالية، كما يعمل على تغطية الخسائر المالية الناشئة عن تحقيق المخاطر غير التجارية.

(١) - تقرير هيئة سوق المال الصادر عام ٢٠٠٧، تقرير غير منشور.

أهم التوصيات:

١ - ضرورة الاهتمام بعمليات المشتقات وعقود الخيارات من أجل تنشيط عمليات البيع الآجل، وخيارات الشراء والبيع في المستقبل، بشرط تدريب القوى البشرية التي تقوم بهذه الأعمال بشكل جيد قبل تطبيقها؛ لكونها عالية المخاطر، وتحتاج إلى خبرة كبيرة وقدرة على جمع المعلومات والتنبؤ بالمستقبل واستخدام الحاسب الآلي.

٢ - العمل على إدخال أساليب الهندسة المالية، من خلال استحداث أدوات استثمار جديدة، وأدوات المخاطر مما سيكون له مردود إيجابي على اقتصاديات المشروع، ومن ثم على الاقتصاد القومي فالتحوط ضد المخاطر كفيل بإتاحة الفرصة للشركات للتخطيط للمستقبل.

ضرورة تطوير المؤسسات القائمة على خدمة المتعاملين في سوق المال وذلك من خلال ما يلي:

أ - دعم دور شركة مصر لنشر المعلومات في بث بيانات السوق لجميع الأطراف العاملة في السوق تدعيماً للشفافية.

ب - تشجيع المنظمات والهيئات ذاتية التنظيم والإدارة على القيام بدورها في تطوير وتنشيط السوق من خلال تنظيم النشاط المهني لأعضائها، ومراقبة بعضهم بعضاً؛ حفاظاً على كفاءة السوق.

٣ - تطوير نظام المقاصة، وتوفير الآلية التي تسمح بالتحويل الفوري للاستثمارات الأجنبية في مجال الأوراق المالية والأرباح المحققة منها من خلال بنك المقاصة دون معوقات^(١).

٤ - إقامة مؤسسات متخصصة في نشاط صناعة السوق، مما يسهم في تنشيط وضبط الأسعار في السوق من خلال التدخل في الوقت المناسب لمنع حدوث ارتفاع أو انخفاض عشوائي في الأسعار دون مبرر اقتصادي، وذلك عن طريق توفير أسعار

(١) - يقصد بالمعوقات؛ ما تفرضه بعض الدول من إجراءات إدارية وموافقات يمكن أن تعرقل حركة رؤوس الأموال.

بيع وشراء متقاربة لجانب العرض والطلب في أي وقت لمنع التغيرات الفجائية في الأسعار.

٥ - وضع نظم ومعايير الملاعة المالية لشركات الوساطة العاملة في البورصة.

٦ - العمل على اندماج السوق المصري في أسواق رأس المال العالمية^(١)؛

وذلك من خلال عدد من السياسات:

أ - العمل على إنشاء اتحاد إقليمي وعربي يضم مجموعة من البورصات العربية.

ب - تفعيل التعاون مع البورصات العالمية والإقليمية لتبادل الخبرات والتنسيق لتحقيق مصالح مشتركة.

ج - التنسيق مع مجموعة البنك الدولي من أجل إعداد تقرير عن خصائص الإدارة المثلى للشركات في مصر في إطار برنامج يقوم به البنك الدولي في عدد من أسواق المال الناشئة.

(١) - تقرير هيئة سوق المال المصري، الصادر ٢٠٠٧، تقرير غير منشور.

قائمة المراجع

أولاً - المراجع العربية:

١. د. أحمد حسين محمود، محددات الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار وأثره على أداء سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
٢. د. أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادر في أول نوفمبر ١٩٩٤.
٣. د. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، أثر صناديق الاستثمار على تطوير سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، حقوق عين شمس، ٢٠٠٩.
٤. د. أحمد عبد المجيد قنوت، النظام القانوني لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، ٢٠١٧.
٥. أنيس ممدوح لطفي، آليات وقواعد تعامل صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار الفكر العربي، ٢٠٢١.
٦. جاسم محمد مبارك المجرن، الرقابة على صناديق الاستثمار في تعاملات أسواق المال، رسالة دكتوراه، حقوق حلوان، ٢٠٢١.
٧. د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والمقارن، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٥.
٨. د. حسني المصري، شركات الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١.
٩. حنان محمد صالح، صناديق الاستثمار المباشر الإسلامية ودورها في دعم المشروعات الناشئة، رسالة ماجستير، معهد الدراسات الإسلامية، ٢٠١٧.
١٠. د. عبد الرحمن قرمان، الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، ١٩٩٩.

١١. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإدارة الجامعية للطباعة والنشر، ٢٠٠٥.
١٢. د. عبد الله الحيان، الحماية القانونية للمُدخِرِينَ في صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير مقدمة لحقوق الكويت، لم يذكر سنة النشر.
١٣. د. علي عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، ٢٠٠٦.
١٤. د. فخري الدين الفقي، دليل للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية (كونا)، الكويت، ١٩٩٦.
١٥. شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر، لم يذكر بلد النشر، ٢٠١٨.
١٦. كمال طلبة المتولي سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
١٧. محمد أحمد حسين سيد أحمد، أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، ٢٠١٥.
١٨. محمد البغدادي، إدارة محافظ صناديق الاستثمار في ضوء الأسس العلمية الحديثة، لم يذكر دار النشر، ٢٠١٥.
١٩. د. محمد الحناوي، أساسيات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٤.
٢٠. د. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، لم يذكر دار النشر وسنة النشر.
٢١. د. منى قاسم، محمود محمد محمود، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، ١٩٩٥.

٢٢. د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٣.
٢٣. د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الإسكندرية، ١٩٩٩.
٢٤. د. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية، ١٩٩٩.
٢٥. د. نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٧٦، أول يوليو ١٩٩٤.
٢٦. د. نصر عي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.
٢٧. د. هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٤.
٢٨. د. هشام بيومي شحاتة، دور سوق رأس المال في جذب وتشجيع الاستثمار، رسالة دكتوراه، حقوق عين شمس، ٢٠١٧.
٢٩. وضاح جواد كاظم، النظام القانوني لصناديق الاستثمار «دراسة مقارنة»، دار الجامعة الجديدة، ٢٠١٩.

الدوريات والمقالات:

١. د. أحمد الملحم، تعليق على القانون رقم (٢) لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة في ضوء القانون المقارن، ورقة مقدمة لمؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، مكتب المقاطع وشركاهم، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥.
٢. د. خالد سعد زغلول، رقابة البنك المركزي والجهات الإشرافية على المحافظ وصناديق الاستثمار، ورقة مقدمة لمؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، مكتب المقاطع وشركاهم، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥.

٣. د. صبري أحمد أبو زيد، دور سوق المال فى تنمية الاستثمارات فى مصر، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع، العددان ٤١١، ٤١٢ يناير وأبريل ١٩٨٨.
٤. د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامى، بحث مقدم لمؤتمر كلية الشريعة والقانون بدبى فى الفترة ١٥-١٧ مايو ٢٠٠٥.
٥. علي موسى موسى، هيئة سوق المال ودورها فى الرقابة والتنظيم، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر سوق الكويت للأوراق المالية رؤية مستقبلية ١٨-١٩ مارس ٢٠٠٦ تنظيم مركز اكسبرت العالمى للاستشارات والتدريب.
٦. د. محيى الدين إسماعيل، خدمات أمناء الاستثمار، نوع جديد من عمليات البنوك فى مصر، مجلة القانون والاقتصاد، حقوق القاهرة، العدد الثانى، السنة ٣٨، عام ١٩٩٨.
٧. د. مصطفى رشدي شيحة، تعليق فى ندوة رأس المال المصرى من النواحي القانونية والمالية والضريبية فى ضوء أحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، جمعية الضرائب المصرية، السنة الثالثة، العدد الحادى عشر، أغسطس ١٩٩٣.
٨. د. مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار، مزاياها، أنواعها، التكيف الشرعى، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامى، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار، القاهرة ١٩٩٧.

* القوانين والتقارير والنشرات:

- تقرير هيئة سوق الأوراق المالية المصرية الصادر عام ٢٠٢٥، تقرير غير منشور.
- تقرير البنك المركزى المصرى أعداد مختلفة.
- قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، وشؤونها المالية.

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لسنة ٢٠٠٤ بإنشاء صندوق لتأمين المعاملين في الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية.
- قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٣٨٣ لسنة ٢٠٠٤.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٢٩ بتاريخ ٢٠٠٤/٨/٥ بشأن الموافقة على القواعد الخاصة بصندوق ضمان التسويات.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٣٠ بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨ بقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية.
- قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.
- قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية رقم ٩٦ لسنة ٢٠٠٠.
- منشورات الهيئة العامة لسوق المال، مطابع الطبجي، القاهرة ١٩٨٤.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

1. Agrawal, Ram Gopal, Price Distortions and Growth in Developing Countries, World Bank STAFF Paper NO. 575.
2. Allen, F., and Faulhaber, G., Singling underpricing in the IPO market, Journal of Financial Economics, 23 (1989).
3. A.J. Cudley & R.M. Beor, Investment Analysis and Management, 2008.
4. Arnold W. Samlets, Financial development and ECONOMIC GROWTH, New York University press 1972.
5. Barker D.M. The Modern law of trust third edition, London, Sweet and Maseell, 1975.
6. Barton J.L, Equity is the médierai common law, in Equity in the World's legal systems, dedicated to R. Casein editor Ralph, A Newman, Brussels Belgium, 2004.
7. Barker D., The modern law of trust third edition, London, sweet and maseell, 1975, P 21.
8. Cary. Smith, money and banking financial markets and institutions, 2007.
9. Cumby, R, and Glen, J. Evaluating Performance of international mutual funds, Journal of Finance, 45 (June 1990).
10. David s Kidwell and et, financial institutions, Markets & Money, 5th ed. The Dryden press, Orlando, Florida, 1993.
11. Décret Frank, sais, non 57-1342 du 8 Décembre 1957 relatif aux fonds communs du placement, Journal officiel, 29 Décembre 1957.
12. . De wulf (c) the trust and corresponding institution in the law, Bruxelles, 1965.
13. Eatwell, John and Lance Taylor, international Capital Markets: Systems in Transition, Oxford Press, 2002.

14. EKB Link Resolver, Infrastructure Demand and Investment Funds, Wiley Online Library: Books,2010.
15. EKB Link Resolver, The Market for Investment Funds: Beyond the United States and Europe, Wiley Online Library: Books,2024.
16. Fitz-Roy pray ton, Dirty Money, Tax and Banking, Journal of money laundering control 2001 vol 5 , no 4.
17. Farrar J. H, Farrar's Company law, Third edition, Butter worth, London, 1991.
18. Gary Smith, Money and Ban kink Financial Markets and institutions, Addison Wesley publishing company, London,1982.
19. George A. Christy, johnc.clendnin, introduction to investment 8th. Ed, Mc Graw Hill book. Co.1982.
20. Harjul sbhabra , ugur lel , dogan tirtiroglu , stock , market , reaction to business relocations , canadian evidence , Canadian journal of administrative sciences halifax: Dec 2002 , vol 19 , 1ss4.

