

## الفصل الرابع

# شركات الاستثمار والصناديق التي تديرها

## المبحث الأول شركات الاستثمار

أولاً: ماهية شركات الاستثمار:

المستثمر الذي يملك مدخرات محدودة ينصح بألا يستثمرها في أوراق مالية، نظراً لعدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، تساهم في تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته.

واستناداً إلى أساسات إدارة الاستثمار، فإن المستثمر يجب ألا يواجه مدخراته لشراء أسهم أو سندات تصدرها منشأة معينة، بل يجب عليه شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدة منشآت، بما يحقق له قدرًا من التنوع يوفر له حماية مناسبة ضد تقلب القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة. وهذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة. ويقابل هذا المفهوم سياسة التنوع في مجال الاستثمار.

يصعب على صغار المستثمرين اتباع سياسة التنوع، فهذه السياسة تنطوي بالنسبة إلى صغار المستثمرين على شراء كميات كسرية أي أقل من ١٠٠ سهم أو سند، وبالتالي ارتفاع تكلفة المعاملات، إلى جانب دفع سعر لشراء الورقة يفوق السعر الذي تشتري به إذا كانت الكمية غير كسرية، أي أنه لا يوجد سبيل يجعل عملية الاستثمار مربحة، إلا بشراء عدد ملائم من الأوراق المالية وبكميات غير كسرية، وهو ما لا يمكن لصغار المستثمرين تحقيقه نظراً لمحدودية مدخراتهم.

ويمكن توضيح النقطة السابقة من خلال استعراض المثال التالي:

إذا افترضنا أن سعر السهم العادي في رأس مال إحدى المنشآت ٥٠٠ ل.س. للسهم الواحد، وبالتالي فإن شراء كمية غير كسرية قوامها ١٠٠ سهم، سيكلف المستثمر ٥٠.٠٠٠ ل.س، وفي حال التزام المستثمر بأساسيات مبادئ الاستثمار، والتي تتطلب ضرورة الاستثمار في أوراق مالية لعشر منشآت تقريباً، فإن هذا يعني ضرورة توافر موارد مالية قدرها ٥٠٠.٠٠٠ ل.س، بفرض أن القيمة السوقية للسهم في تلك المؤسسات ٥٠٠ ل.س. وبإضافة تكلفة المعاملات، يصبح المبلغ كبيراً بالنسبة إلى العديد من المستثمرين.

لا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، فهناك أسباب أخرى، منها: عدم توافر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة، إلى جانب عدم توفر الوقت الكافي لديهم.

ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات من الأوراق المالية أو ما يطلق عليها المحافظ العامة public portfolios أو صناديق الاستثمار، تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحافظ، بما يتناسب مع مواردهم المالية، وتسمى هذه الشركات بشركات الاستثمار.

تعرف شركات الاستثمار investment companies بأنها: شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتعمل على استثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية. ويتحدد نصيب المستثمر في عدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة، فهي من النوع ذات التداول العام كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة. كما أن المستثمر ليس من حقه أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، حيث إن حقه يتمثل في حصة من التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو سندات أو شهادات دالة على ذلك.

وتختلف شركات الاستثمار من هذا المنظور عن شركات التمويل finance companies التي تتكون من حصيلتها ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية. أما استخدامات هذه الموارد، فتتمثل في تقديم القروض قصيرة ومتوسطة الأجل، للأفراد ومنشآت الأعمال.

ثانياً: تصنيف شركات الاستثمار:

تميز لجنة الأوراق المالية والبورصة securities & exchange commission SEC في الولايات المتحدة بين نوعين:

الأول: الشركات القابضة للاستثمار investment companies وهي الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها، من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبياً من الأسهم العادية للمنشأة المعنية.

أما النوع الثاني: فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية، بهدف تحقيق عائد من دون تعريض المستثمر لمخاطر كبيرة.

ويصنف قانون شركات الاستثمار investment companies الأمريكي، تلك الشركات في ثلاث مجموعات، هي:

- شركات الشهادة الاسمية
- ودائع وحدة الاستثمار
- شركات الاستثمار المدارة

وبالنسبة إلى شركات شهادات القيمة الاسمية، فإن المستثمر فيها يشتري شهادة يحدد فيها مبلغاً يستحق له في تاريخ معين، وبالتالي لا تتعدى العلاقة بين المستثمر والشركة كونها علاقة دائن بمدين. ونظراً لندرة هذا النوع من الشركات، فإن التركيز في هذا المبحث سيكون على النوعين الآخرين.

#### ١- ودائع وحدات الاستثمار:

تعرف وحدة الاستثمار unit investment trust بأنها شركة استثمار تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير - إلا نادراً - حتى تاريخ انقضاء الشركة. وتتكون ودائع وحدة الاستثمار بوساطة كفيل غالباً ما يكون بيتاً للسمسة، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية - غالباً سندات - ثم يقوم بإيداعها لدى إحدى البنوك التجارية، والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد تباع للجمهور.

تعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات، إضافة إلى حقه في استرداد قيمة المبلغ المستثمر في تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة.

يتم سداد الفوائد واصل الاستثمار بوساطة البنك التجاري (الأمين). وبالتالي فإن الكفيل ليس له دور يذكر في إدارة الائتمان. وتعتبر الأتعاب التي يحصل عليها ضئيلة، وتبلغ نسبتها السنوية في المتوسط ٠.١٥% من القيمة الصافية للأصل (NAV) Net Asset Value بينما يحصل الكفيل على أتعابه مقدماً، وذلك بأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافاً إليها قيمة الأتعاب.

إن الشكل القانوني لوديعة وحدة الاستثمار هو في حقيقته اتحاد وليس شركة، نظراً لأن الكفيل أو المؤتمن لا يبذل جهداً يذكر، لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة unit وليس سهماً عادياً كما هو الحال في شركات الاستثمار.

ينتهي دور الكفيل بمجرد بناء التشكيلة، والأمين يتلخص دوره في إصدار الشهادات، وتحصيل الفوائد المستحقة تمهيداً لدفع قيمتها لحملة الشهادات، إلى جانب دفع القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة.

وينتهي الاتحاد بحلول تاريخ الاستحقاق لكافة السندات المكونة للتشكيلة، والذي عادة لا يتجاوز عمره في المتوسط سنة أشهر، وذلك عندما تكون الاستثمارات متركزة في أوراق مالية قصيرة الأجل، بينما قد يمتد عمر الاتحاد ليصل إلى عشرين عاماً عندما تتكون الوديعة من سندات طويلة الأجل.

من أبرز الأمثلة على هذه الاتحادات، مؤسسة ماريل لينش Marril Lynch ومؤسسة إخوان سالمون Salmon Brothers حيث تقومان بشراء سندات حكومية ثم إعادة بيعها للمستثمرين على شكل حصص تصدر بها شهادات ملكية. ويمكن أن تمثل الحصة سناً كاملاً أو جزءاً منه. ويتم تسعير السند في هذه الصفقات بقيمة تزيد عن القيمة التي اشترى بها، ويمثل الفرق قيمة العائد الذي يحققه الاستثمار إضافة إلى العمولات التي يدفعها للأمين أي البنك التجاري المختار.

وعلى الرغم من جاذبية هذا النوع من الاستثمار، إلا أنه يعاب عليه التزام المستثمر بإضافة عائده السنوي في إقراره الضريبي، على الرغم من أن العائد قد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الاستحقاق الذي قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار.

وتتميز ودائع وحدة الاستثمار بثلاث مزايا أساسية هي:

١- المستثمر لا يتحمل تكاليف إدارية، نظراً لعدم وجود عبء إداري يذكر.

٢- تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم المالية للاستثمار المباشر في سوق السندات.

٣- وجود سوق ثانوي يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت، من دون انتظار تاريخ الاستحقاق، ويتم ذلك من خلال الأمين (البنك التجاري المختص) أو من خلال الكفيل (بيت السمسرة).

ويتم حساب القيمة الصافية التي تباع بها الوحدة مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات المكونة للتشكيلة في تاريخ عرض الوحدة للبيع على عدد الوحدات المصدرة، نظراً لعدم وجود التزامات على وحدة الاستثمار.

وفي إطار الحديث عن وحدات الاستثمار، فمن المهم التطرق لصناديق الودائع العامة التي تكونها بعض البنوك التجارية.

**صناديق الودائع العامة** Common trust funds: تتكون من أموال مستثمرين يقدمونه للبنك ليقوم نيابة عنهم باستخدامها في بناء محفظة أوراق مالية، يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة، في مقابل أتعاب محددة. لا تختلف هذه الصناديق التي تكونها البنوك التجارية، عن صناديق الاستثمار التي تكونها شركات الاستثمار، حيث يقوم البنك ببناء تشكيلات مختلفة من الأوراق المالية تلبي احتياجات فئات مختلفة من المستثمرين. ويمكن أن يمتد نشاط تلك الصناديق لبناء محافظ لاستثمار أموال التأمينات والمعاشات، التي تقدمها منشأة معينة للبنك ليعملها لصالح العاملين لديها. ولصناديق الودائع العامة مزايا تماثل مزايا صناديق شركات الاستثمار.

٢- شركات الاستثمار المدارة: **Management investment**

### management

يقصد بها الشركات التي تلعب فيها إدارة الشركة دوراً أساسياً في إدارة تشكيلة الأوراق المالية، وذلك تمييزاً لها عن ودائع وحدة الاستثمار التي لا يلعب فيها الكفيل أو الأمين دوراً في هذا المجال، وبالتالي فإن تكاليف بناء التشكيلة (المحفظة) وإدارتها أعلى مقارنة بشركات الاستثمار. وعلى الرغم من ارتفاع تلك التكاليف، إلا أن مزايا الإدارة المستمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة.

وتنقسم شركات الاستثمار المدارة إلى:

- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة

- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

٢-١- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: Closed-End investment

companies

تشكل هذه الشركات صناديق استثمار، يطلق عليها: الصناديق ذات النهاية المغلقة، حيث إن المشرع أعطاهم الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور. ويعود مسمى هذا النوع من الشركات إلى أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير، باستثناء حالتين:

الأولى: قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق، وهو أمر نادر الحدوث، حيث لا تبدي هذه الشركات استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا أراد حاملها التخلص منها، فالخيار الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها، هو أن يصدر أمراً بذلك للسمسار الذي يتعامل معه،

والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر، إما في السوق المنظمة (البورصة) أو في السوق غير المنظمة من خلال التجار وبيوت السمسرة.

الثانية: قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق المالية (المنظمة وغير منظمة) والذي يعتبر أمراً نادر الحدوث، ومرتبباً بهبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل كثيراً من قيمة الأصل الصافية.

ولتوضيح هاتين الحالتين، نفترض أن قيمة الأصل الصافية ٥٠٠ ل س لكل سهم، وسعر شراء السهم في السوق ٤٠٠ ل س، وبالتالي فإن أفضل قرار هو قيام المدير المسؤول ببيع حصة واحدة من الأوراق المالية المكونة للصندوق بسعر ٥٠٠ ل س، واستخدام حصيلتها في شراء سهم بسعر ٤٠٠ ل س، وفي حال استخدام ١٠٠ ل س المتبقية في شراء أوراق مالية تضاف إلى الصندوق، عندئذ سترتفع قيمة الأصل الصافية لكل سهم لصالح ما تبقى من مستثمرين.

ونظراً لصعوبة إيجاد الشركة لمستثمر مستعد لدفع ٥٠٠ ل س لشراء سهم يباع في السوق بـ ٤٠٠ ل س، فإن الشركة لا يبقى أمامها سوى استخدام ما لديها من نقدية فائضة في إعادة شراء الأسهم، كما يمكنها الحصول على قرض لتمويل عملية الشراء.

وتسمى أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام Publicly traded funds، التي تنشر قيمتها السوقية يومياً في صحف المال، أما قيمة الأصل الصافية فتنتشر في جريدة وول ستريت كل يوم اثنين، حيث تبين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية، أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو خصم.

يمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة إصدار سندات وأسهم ممتازة، يكون لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم.

ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، عدم وجود تاريخ محدد مسبقاً لانقضاء الشركة، وأن التوزيعات والفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة يتم توزيعها بالكامل على حملة الأسهم. وعلى الرغم من ذلك، فإن معظم الشركات تشجع إعادة استثمار تلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية، يتحدد عددها على أساس قيمة الأصل الصافية لكل سهم، وليس على قيمته السوقية.

٢-٢- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: Open-End investment

companies

تدير هذه الشركات عدداً من صناديق الاستثمار تسمى الصناديق المشتركة Mutual funds، وعبرة النهاية المفتوحة التي تطلق على هذه الشركات تعود إلى أن حجم الأموال المستثمرة في الصناديق غير محددة، حيث يجوز للشركة إصدار وبيع المزيد من الأسهم العادية، وإن كان لا يجوز لها إصدار السندات.

كما أن أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة لا يتم تداولها بين الأفراد، على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، حيث تكون الشركة ذاتها على استعداد دائم لإعادة شراء ما أصدرته من أسهم أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.

وبالتالي فإن أسهم تلك الشركات لا يتم تداولها في أسواق رأس المال (المنظمة وغير المنظمة)، ولا تسجل أسهمها في تلك الأسواق. وفي المحصلة لا يكون لتلك الأسهم قيمة سوقية، فالسعر الذي تشتري به الشركة أسهمها عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم مضافاً إليها مصروفات شراء إن وجدت. وتقوم الشركة عادة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً، ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الاستثمار.

في بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء.

ولتوضيح كيفية حساب قيمة الأصل الصافية في ظل إبرام صفقات البيع والشراء، نستعرض المثال التالي:

بافتراض أن الميزانية العمومية لشركة استثمار هي كما موضحة في الجدول التالي:

الميزانية العمومية لشركة الاستثمار	
(القيمة بالآلاف للريالات)	
المبلغ	البيان
١٠ ٨٠٠	القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتشكيلة
٨٠ ٠	نقدية
١٦ ٠٠	أوراق قبض
١٣ ٢٠٠	
٣٢ ٠٠	خصوم متداولة

١٠ ٠٠٠	القيمة السوقية لحقوق الملكية
١٣ ٢٠٠	القيمة السوقية للخصوم

إذا كان عدد الأسهم التي في حوزة الجمهور ١٠٠ ألف سهم، فإن قيمة الأصل الصافية للسهم الواحد تصبح ١٠٠ ل.س.

قيمة الأصل الصافية للسهم = (٣٢٠٠ - ١٣٢٠٠) ÷ ١٠٠ = ١٠٠ ل.س  
إذا أصدرت الشركة ٨٠٠ سهم جديد، وباعتها بسعر يعادل قيمة الأصل الصافية للسهم، أي بمبلغ ٨٠٠ ألف ل.س (٨٠٠٠ × ١٠٠ ل.س)، فإن قيمة الأصل تبقى ١٠٠ ل.س للسهم، كما أن قيمة الأصل الصافية تبقى على حالها لو أن الشركة استردت عدداً من الأسهم يعادل قيمة الأصل الصافية.

أما إذا انخفضت القيمة السوقية إلى ١٠.٠٠٠ ل.س بدلاً من ١٠.٨٠٠ ل.س، عندئذ تنخفض قيمة الأصل الصافية إلى ٩٢ ل.س، والعكس يمكن أن يحدث لو ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية التي تتضمنها التشكيلة.

قيمة الأصل الصافية = (١٢٤٠٠ - ٣٢٠٠) ÷ ١٠٠ = ٩٢ ل.س  
والجدير بالذكر أن شركات الاستثمار في الولايات المتحدة عادة ما تنشر أسعار البيع والشراء لأسهمها في صحيفة وول ستريت.

وتقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع متمثلة برجال البيع وبيوت السمسرة مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر، بينما هناك شركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو بالبريد، وبالتالي لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء.

لا تقتصر مهمة منفذ التوزيع على تسويق الأسهم فحسب، بل يمتد إلى مساعدة المستثمر في التخطيط المالي لموارده، واختيار صندوق الاستثمار المناسب لإمكاناته، كما يزود المستثمر بصحيفة التسجيل التي تتضمن معلومات عن طبيعة نشاط الشركة، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ونسخة من عقد تأسيس الشركة ولوائحها.

### ثالثاً: مزايا شركات الاستثمار

إن الاستثمار في أسهم شركات الاستثمار يحقق عدة مزايا تتمثل في:

- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة
- تخفيض المخاطر نتيجة للتنوع
- توفير قدر من المرونة للمستثمرين

## - تنشيط حركة أسواق رأس المال

### ١- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة:

في حال قيام المستثمر بنفسه بشراء أسهم المنشآت من سوق رأس المال (المنظم وغير المنظم) أي في حالة الاستثمار المباشر، فعليه الاضطلاع بكافة متطلبات العملية الاستثمارية، كونه يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، الاحتفاظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، بالإضافة إلى مراقبة الأسعار في السوق لاتخاذ قرار البيع أو الشراء والتوقيت المناسب لذلك، إلى جانب ضرورة متابعته المستمرة لمستوى مخاطر المحفظة، للتأكد من أنها مازالت في حدود المستوى المقبول.

بينما إذا فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم أحد شركات الاستثمار، فإنه في هذه الحالة يلقي مسؤولية كل هذه المهام على عاتق الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار.

تستخدم هذه الشركات مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين، تستطيع إدارة استثماراتها بمستوى عال من الكفاءة، إلى جانب المركز التفاوضي للشركة بشأن عمولة السمسرة الذي عادة ما يكون قوياً، نتيجة لضخامة الصفقات التي تبرمها.

وعلى الرغم من هذا، فإن بعض الدراسات التطبيقية لا تؤيد هذا الادعاء، نظراً لأن تكاليف البحث والدراسة التي تضطلع بها الإدارة المحترفة ربما تعادل الزيادة في العائد المتولد عن الاستثمارات التي تديرها.

### ٢- التنويع الكفؤ:

من أهم مزايا شركات الاستثمار هو قدرتها على تنويع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار، بشكل يساهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها، فصندوق الاستثمار يتضمن أوراقاً مالية لعشرات بل حتى لمئات من المنشآت.

### ٣- المرونة والملاءمة:

يحق للمستثمر في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر، مقابل رسوم قليلة. وتقدم هذه المرونة خدمة متميزة للمستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن. كما أن تلك الشركات مستعدة دائماً لاسترداد أسهمها في حال رغبة المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً.

### ٤- تنشيط حركة أسواق رأس المال:

في الدول النامية التي اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال، تظهر الحاجة بشكل كبير لوجود أدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. وهنا يبرز الدور الهام الذي تلعبه شركات الاستثمار، من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك الدول؛ حيث إن خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار، تساهم في تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذلك المستثمرين محدودي الموارد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار.

وتلعب شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة دورين منفصلين في هذا الصدد:

الأول: إن تلك الشركات تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق، ما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق.

الثاني: إن أسهم الشركة ذاتها تعرض للتداول العام، ما يعني إضافة المزيد من الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال.

إلا أن هذا لا يعني تفضيل الشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة، فشرركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمر فرصاً وظروفاً استثمارية أكثر جاذبية، الأمر الذي ينعكس في النهاية إيجاباً على نشاط السوق.

إضافة إلى المزايا السابقة، فإن لشركات الاستثمار مزايا أخرى، تتمثل في العمل الدائب لضمان المحافظة على السمات المميزة للصندوق، ولاسيما من حيث العائد والمخاطر، إلى جانب ميزة أخرى هي إدارة حساب العميل، كأعداد سجل الضرائب المستحقة عليه، وإعادة استثمار التوزيعات المستحقة له،... ورغم أن لشركات الاستثمار كل هذه المزايا، إلا أنها تعاني من عيوب أيضاً، وهي:

أ- يتمثل العيب الجوهري بكونها إدارة استثمارية غير ملائمة لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة، ويقصد بذلك ارتفاع التكاليف التي يتحملها المستثمر.

ب- يرتبط هذا العيب بشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، والمتمثلة بضرورة توفير مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكن الشركة من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، حيث أنه كلما ارتفع مستوى السيولة، ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة، وفي النهاية يتحمل المستثمر عبء تلك التكاليف.

## المبحث الثاني صناديق الاستثمار

أولاً: ماهية صناديق الاستثمار:

تشكل شركات الاستثمار عادة عدداً من الصناديق، يدير كل منها فريق إدارة مستقل. وقد شهدت هذه الصناديق نمواً كبيراً في السنوات الأخيرة، وهي تضطلع في الوقت الراهن بدور هام في إنجاز طيف واسع من الصفقات في الأسواق المالية.

وتشبه صناديق الاستثمار مؤسسات الإيداع من ناحية أنها تعيد تركيب ما تحصل عليه من المستثمرين الأفراد في أشكال مختلفة من الاستثمارات. وعلى الرغم من ذلك، فإن الاستثمار في صناديق الاستثمار يختلف جذرياً عن إيداع الأموال لدى مؤسسات الإيداع، من ناحية أنه يمثل جزءاً من الملكية، في حين أن الإيداعات تمثل شكلاً من أشكال الائتمان، وبالتالي يشترك المستثمرون في الأرباح والخسائر التي يولدها صندوق الاستثمار، أما المودعون فإنهم يحصلون على الفوائد عن إيداعاتهم.

وينظر المستثمرون الأفراد إلى صناديق الاستثمار باعتبارها بديلاً عن مؤسسات الإيداع، فعندما تنخفض أسعار الفائدة يسعى الأفراد لسحب إيداعاتهم واستثمارها في صناديق الاستثمار.

ثانياً: تصنيف صناديق الاستثمار:

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق، والذي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.

١- تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

تصنف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في أربع

مجموعات:

- صناديق أسهم عادية

- صناديق سندات

- صناديق متوازنة
- صناديق سوق النقد

#### 1-1- صناديق الأسهم العادية: Common Stock funds

على الرغم من أن هذه الصناديق تشتمل فقط على أسهم عادية، إلا أنها تختلف فيما بينها باختلاف تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وصناديق تركز على الأسهم التي تصدرها الشركات العاملة في صناعة معينة أو في منطقة جغرافية معينة،...

وبالتالي فإن القرار الأول الذي يجب أن يتخذه المستثمر هو تحديد مجال الاستثمار في أسهم عادية أم لا، وإذا كان قراره الاستثمار في الأسهم العادية، عندئذ يكون قراره التالي اختيار نوعية الأسهم التي يفضل الاستثمار فيها.

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من الصناديق:

#### الأول: صناديق تدار باستمرار ويقظة:

وهي الصناديق التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، لتشتري تلك الأسهم التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية، ولتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية.

#### الثاني: صناديق تحظى بقدر ضئيل من الإدارة:

وهي الصناديق التي لا تبذل الإدارة جهداً يذكر لاختيار التشكيلة، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد الذي تحققه محفظة السوق، لذا فهي تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من نفس تشكيلة الأسهم التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق، ويطلق على هذا النوع من الصناديق: صناديق المؤشر Index Funds وفيما يلي توضيح لها.

**صناديق المؤشرات:** تصمم بعض صناديق الاستثمار بالشكل الذي ترتبط فيه بأداء أحد مؤشرات الأسهم، إذ تقدم فانجارد Vanguard صندوق استثمار يتبع أداء مؤشر ستاندار أن بور S&P. وتتكون صناديق المؤشرات من مجموعة من الأسهم التي يتوقع أن تتحرك معاً، بالتوازي مع حركة أحد المؤشرات، وهي تضم جزءاً كبيراً من الأسهم المسجلة في المؤشر المعني، وتميل تكاليفها للانخفاض نظراً لأنها لا تتطلب أي جهود إضافية في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية.

ويميل المستثمرون إلى تفضيل صناديق المؤشرات عندما يجدون في أداء أحد المؤشرات ما يشبع حاجتهم ويحقق أهدافهم. بينما المستثمرون الذين يلجؤون إلى الاعتماد على مديري صناديق الاستثمار لمساعدتهم على تجاوز أداء مؤشرات محددة يميلون إلى عدم تفضيل الاعتماد على صناديق المؤشرات، وعلى الرغم من ذلك فقد شاع انتشار صناديق المؤشرات مع إدراك المستثمرين

المتزايد لعدم قدرة معظم مديري صناديق الاستثمار على رفع مستويات أداء صناديقهم فوق مستويات أداء المؤشرات الاستثمارية. ونظراً لأن أداء هذه الصناديق يرتبط بأداء أحد مؤشرات الأسهم، فإنها توفر على المستثمرين تكاليف الصفقات ورسوم الاستشارات التي تفرضها الأنواع الأخرى من الصناديق.

### صناديق الاستثمار العقاري: Real Estate Investment Trust (REITs)

ويمكن تصنيفها في صناديق الأسهم، وهي صناديق استثمار ذات نهاية مغلقة تستثمر في العقارات أو قروض الرهن وكغيرها من صناديق الاستثمار. تسمح هذه الصناديق لصغار المستثمرين بالمشاركة بأقل ما يمكن من الاستثمارات. وتجمع الأموال المتحصلة من المستثمرين لاستخدامها في شراء قروض الرهن والعقارات التجارية. ويولد هذا النوع من الصناديق دخلاً لحملة أسهمه عن طريق تحويل الإيجارات المتحصلة من العقارات أو مدفوعات الفائدة التي تقدمها قروض الرهن إلى هؤلاء المستثمرين. ويمكن تداول معظم الأوراق المالية الصادرة عن صناديق الاستثمار العقاري في أسواق الأوراق المالية، الأمر الذي يسمح للمستثمرين ببيعها في أي وقت.

تستثمر هذه الصناديق في حقوق الملكية، وكذلك في قروض الإنشاء والتعمير، وبالإضافة إلى شكل ثالث من هذه الصناديق هو الصناديق الهجينة التي تستثمر في كلا النوعين السابقين من الاستثمارات (حقوق الملكية وقروض الرهن).

ويلجأ المستثمرون أحياناً إلى صناديق الأسهم للتحوط من التضخم، على اعتبار إن الإيجارات وأسعار العقارات تميل إلى الارتفاع مع ارتفاع مستويات الأسعار، ويتوقف أداء هذه الصناديق على القيمة المستقبلية المتوقعة للعقارات التي تكوّن محفظتها الاستثمارية.

وتمثل صناديق قروض الرهن بشكل أساس، محفظة ذات دخل ثابت، لذا فإن قيمتها السوقية تتأثر بتحركات أسعار الفائدة، فبارتفاع هذه الأسعار تتناقص القيمة السوقية لقروض الرهن، والعكس صحيح.

### ١-٢ - صناديق السندات: Bond Fund

يقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من سندات فقط، حيث توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، والصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة تولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر. كذلك توجد الصناديق المختلطة التي تشتمل على مجموعات من السندات المتباينة من حيث الجودة، وتختلف معها المخاطر والعوائد المتولدة.

ولا يقتصر الأمر على تلك الصناديق، فهناك أيضاً الصناديق التي تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية. وتتميز هذه الصناديق بأن عائدتها معفى من الضريبة، كما تتيح إدارة الصندوق للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري، ويبلغ الحد الأدنى للاستثمار في هذه الصناديق ٥.٠٠٠ دولار.

### ٣-١- الصناديق المتوازنة: Balance Funds

هي الصناديق التي تشمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، لذا تسمى أيضاً بالصناديق المنوعة.

وتختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق، فعندما يكون الهدف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع مخاطر متوسطة، يتوقع ارتفاع نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية والعكس صحيح. في ظل هذا التنوع، فإن القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس نسبة الارتفاع أو الانخفاض في المستوى العام لأسعار السوق، أي بنفس مستوى التغير في القيمة السوقية لمحظة السوق.

### ٤-١- صناديق سوق النقد: Money Market Funds

يقصد بصناديق سوق النقد، تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل بتلك الأوراق.

### الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

- شهادات الإيداع القابلة للتداول: Negotiable Certification of Deposits

هي شهادات غير شخصية تصدرها البنوك التجارية، ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة. وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر مقارنة بالشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق، حيث إن معدل الفائدة في كلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق.

ولا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، لذا فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثاني الذي يشمل البنوك التجارية وبيوت السمسرة وغيرها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

- الكمبيالات المصرفية: Bankers Acceptances

تمثل تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، يبيعه بدوره لطرف ثالث، وهكذا.

وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من المقترض الأصلي. وفي حال فشله في ذلك، يمكنه اللجوء إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية. ولهذه الكمبيالات سوق ثان يتمثل في البنوك التجارية، وبعض بيوت السمسرة.

#### - الأوراق التجارية: Commercial Papers

وهي كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة أشهر، وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع. وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، حيث تقوم بموجبه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحامله في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق.

#### - قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: Surplus Reserve Requirement Loan

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لمصارف أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تمثل تلك القروض أوراقاً مالية كونها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال يكون في حدود ليلة واحدة، إلا أنها يمكن أن تمتد إلى فترة أطول، عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لأغراض استثمارية. وبالتالي يصبح لزاماً عليه أن يطلب مدّ فترة القرض يوماً بيوماً. ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط. ويمكن أن يتم ذلك بشكل مباشر، من خلال سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.

#### - قرض الدولار الأوروبي: Eurodollar

يقصد بالدولار الأوروبي، الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة، وعلى الأخص البنوك الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن، وبعض الدول الأوروبية الأخرى، التي يقتصر تعاملها على الدولار. وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق.

تتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك، نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ربما

بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها. ولا يقتصر الأمر على الدولار؛ حيث أصبح هناك سوق للأوراق الأوروبية، موازياً لسوق الدولار الأوروبي.

- اتفاقيات إعادة الشراء: (Repurchase Agreements (Repos)

تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لعدة أيام. وبموجب هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه.

ولا يتعدى اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرصاً قصيراً الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق. ويمكن لهذه الاتفاقيات أن تمتد إلى فترة تصل إلى شهر أو أكثر. وتعتبر البنوك التجارية السوق الثاني النشط لبيع وشراء صكوك تلك الاتفاقيات.

- أدونات الخزينة: (Treasury Bills) T- bills

تمثل أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأدونات في السوق، تحرص الحكومة الأمريكية على إصدارها دورياً كل أسبوع، ولا يحصل المستثمر على الإذن ذاته، وإنما يحصل على إيصال شرائه.

وتتميز أدونات الخزينة بسهولة التصرف فيها، من دون تعرض حاملها لخسائر رأسمالية. وبيع الإذن عادة بخصم، أي بسعر أقل من قيمته الاسمية. وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن. ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر. وإذا قرر المستثمر التخلص من الإذن قبل تاريخ الاستحقاق، فإنه يضمن على الأقل استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.

ومن سمات صناديق سوق النقد، أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية؛ فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة، وهي صادرة عن الحكومات أو المؤسسات المالية، وبالتالي تعتبر أوراقاً مالية مرتفعة الجودة.

كما أن هذه الصناديق نجحت في جذب المستثمر المحافظ الذي كان عادة يفضل استثمار أمواله من خلال الودائع المصرفية، نظراً لأنها تدر عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة المقرر على الودائع، في الوقت الذي لا يتحمل فيه المستثمر تكاليف شراء لحصص الصندوق.

تعطي هذه الصناديق للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت من دون تعرضه للغرامة، ويمكنه تحرير شيكات في مقابلها.

أيضاً توجد أنواع أخرى من الصناديق، من بينها الصناديق التي تتكون من سندات وأسهم ممتازة، والصناديق التي تتكون من استثمارات في صناديق استثمار أخرى، والصناديق ذات السمات الخاصة، وهي صناديق تتكون من أوراق مالية للمنشآت التابعة لصناعة معينة، أو أوراق مالية لمنشآت تجمعها سمات مشتركة، كصناديق الأوراق المالية للمنشآت صغيرة الحجم.

أما **صناديق الأداء**: فهي صناديق هجومية، تخضع مكوناتها إلى التغيير والتبديل المستمر؛ حيث إن إدارة هذه الصناديق لا تتردد في التخلص من أسهم منشأة معينة، في حال حدوث تحسن في قيمته السوقية، لتحقيق أرباح رأسمالية، مهما قل حجمها.

## ٢ - تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

بما أن للمستثمرين أهدافهم المختلفة، فلا يمكن تحديد محفظة استثمارية واحدة يمكن أن تشبع حاجاتهم جميعاً، لذا فقد ظهر طيف واسع من صناديق الاستثمار، حيث يتحدد هدف الصندوق بطريق تجذب فئة معينة من المستثمرين. ومن بين أكثر هذه الصناديق شيوعاً:

- صناديق النمو
- صناديق الدخل
- صناديق الخلل والنمو
- صناديق إدارة الضريبة
- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة
- الصناديق الدولية
- الصناديق المركبة

### ١-٢ - صناديق النمو: Growth Funds

وهي الصناديق التي توجه إلى المستثمرين الراغبين في تحقيق معدلات عائد مرتفعة مقترنة بدرجة مقبولة من المخاطر. وتشمل هذه الصناديق أسهماً عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو، والمنشآت الناشئة التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل. ويتمثل الهدف الأساسي لهذه الصناديق في تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق. ولا تشترك صناديق النمو بالضرورة بنفس الدرجة من المخاطر، حيث يعتمد ذلك على المنشآت التي تركز عليها إدارة الصناديق. والجدير بالذكر أن هذه الصناديق تناسب كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

### ٢-٢ - صناديق الدخل: Income Funds

تناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية أعباء معيشتهم، أي يهتمون بتحقيق دخل مستقر من استثماراتهم عوضاً عن التفكير بالتراكم الرأسمالي، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة. وهؤلاء المستثمرون عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، لذا فهم لا يهتمون بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

٢-٣- صناديق الدخل والنمو: Partially Growth Funds، Partially Income  
تستهدف هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، وفي الوقت نفسه يرغبون في تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم. وتتكون هذه الصناديق عادة من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة)، وتتمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه، كهرباء، هاتف).

وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل، وصناديق النمو والدخل التي تعطي الأولوية لهدف النمو.

٢-٤- صناديق إدارة الضريبة: Tax – Management Funds  
وهي الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، ولا يتم دفع الضريبة طالما أن المستثمر لم يحصل على التوزيعات نقداً، كون الضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، بينما يكون وعاؤها الضريبي هو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر. ويلائم هذا النوع من الصناديق المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة لسنوات لاحقة، كما يلائم أيضاً المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

٢-٥- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة: Dual-Purpose Funds or Dual Funds  
تمثل هذه الصناديق نوعاً خاصاً من الصناديق ذات النهاية المغلقة، وهي تلبي احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين:

الأولى: المستثمرون الذين يهدفون للحصول على دخل من استثماراتهم، لاعتمادهم على هذا الدخل في تغطية أعباء معيشتهم.

الثانية: المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم. ويصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم، هي: أسهم دخل، وأسهم نمو لتلبية هذه الأهداف.

وتكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية عادة؛ حيث تستخدم حصيلة بيع أسهم الدخل لشراء أوراق مالية تدر عائداً دورياً مرتفعاً، بينما تستخدم حصيلة أسهم النمو في شراء أسهم شركات تميل لاحتجاز الأرباح. وتتراوح مدة ممارسة الصندوق لنشاطه من عشرة إلى عشرين سنة، ولكن هذا لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة. وتستخدم حصيلة بيع الأسهم المصدرة مناصفة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل والنمو.

وتقوم الفلسفة التي يعتمد عليها هذا النوع من الصناديق، على أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافه؛ حيث يحصل حملة أسهم الدخل على الفوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو، بينما يحصل حملة أسهم النمو على الأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل. ولم تحظ هذه الصناديق بقبول الكثير من المستثمرين، وهو ما شكل قيداً على نموها، نظراً لأن فئتي المستثمرين تعانيان من عدم التأكد بشأن العائد المتولد.

#### ٦-٢- الصناديق الدولية: International Funds

وهي الصناديق المصممة للاستفادة من الظروف الخاصة بأحد الدول النامية (الناشئة) أو بمجموعة منها. وعلى الرغم من العوائد الكبيرة التي يمكن أن تحققها مثل هذه الاستراتيجية، فإن هذا يعني ارتفاع درجة المخاطرة، نظراً إلى تعرض المحفظة الاستثمارية الكلية لظروف خاصة ببلد معين أو بمنطقة معينة.

#### ٧-٢- الصناديق المركبة: Multifund Funds

تم استحداث هذه الصناديق في السنوات الأخيرة، وهي تستثمر في محفظة من الصناديق الاستثمارية المختلفة. وهي بذلك تساعد على تحقيق درجة تنوع عالية نظراً لاحتوائها على مجموعة من الصناديق الاستثمارية. وعلى الرغم من ذلك، فإن هذه الصناديق تلقي على عاتق المستثمر شكلين من المصاريف الإدارية:

- مصاييف الإدارة المنفصلة لكل صندوق استثماري على حدة.
- مصاييف الإدارة الجماعية للصناديق الاستثمارية المكونة للصندوق المركب.

ثالثاً: سيطرة صناديق الاستثمار على الشركات:

تمارس صناديق الاستثمار الكبيرة سيطرتها على إدارة الشركات الخاصة، نظراً لأن هذه الصناديق تمثل في العادة أكبر حملة الأسهم لدى هذه الشركات. وتعتبر شركة فديلتي Fidelity مثلاً من أكبر حملة الأسهم في ما يزيد عن ٧٠٠ شركة تمتلك أسهماً فيها. ويعمل مديرو المحافظ المالية لصناديق الاستثمار في العديد من الشركات كأعضاء مجلس إدارة، وحتى إذا لم يكونوا في عضوية هذه المجالس، فإن الشركات تحاول دائماً كسب رضاهم، لضمان عدم إقدامهم على بيع ممتلكاتهم من أسهمها.

يظهر هذا الدور بوضوح في شركة فيديلتي؛ حيث تمثل لوحدها على الأقل ٥% من مجموع التداولات التي تشهدها بورصة نيويورك. ومثل هذه الشركة تعتبر من بين أوائل المستثمرين المؤسسين، الذين يعرض عليهم شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم.

تلجأ العديد من الشركات إلى مناقشة التغييرات الأساسية في سياساتها مع المحللين ومديري المحافظ الاستثمارية في صناديق الاستثمار، بغية إقناع هؤلاء بالآثار الإيجابية التي ستحدثها هذه التغييرات على أداء الشركة، بالشكل الذي تضمن به هذه الشركات عدم قيام صناديق الاستثمار ببيع ما تملكه من أسهمها، وحتى إقناعها الصناديق بشراء المزيد من أسهمها.

#### رابعاً: العوائد والمخاطر في صناديق الاستثمار:

تحقق صناديق الاستثمار العوائد لحملة أسهمها (حصصها) بثلاث طرق مختلفة:

- ١- تحويل الدخول المحققة من توزيعات أرباح الأسهم ومن أقساط الفوائد الدورية من السندات التي تستثمر فيها، لتأخذ شكل توزيعات أرباح على الحصص وأرباح رأسمالية على ارتفاع القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق.
  - ٢- يمكن أن تشترط الصناديق إعادة استثمار الأرباح على شكل أرباح محتجزة، وبالتالي يعتبر بمثابة شراء حملة الأسهم لحصص إضافية في الصندوق.
  - ٣- يتمثل بالارتفاع الذي تحققه أسعار الأوراق المالية التي يملكها الصندوق. ومع تزايد القيمة السوقية لممتلكات الصندوق من الأوراق المالية المختلفة، تزداد القيمة الصافية لأصول الصندوق، الأمر الذي يصب في مصلحة حملة أسهم الصندوق.
- وعلى الرغم من أن المستثمرين في صناديق الاستثمار يستفيدون مباشرة من أي عوائد يحققها الصندوق، إلا أن أي خسائر يحققها الصندوق ستعكس عليهم أيضاً.

وعلى اعتبار أنهم يملكون حصص الصندوق، فليس هناك أي مجموعة أخرى من حملة الأسهم يكون الصندوق مسؤولاً أمامها، وبالتالي فإن صناديق الاستثمار تختلف عن البنوك التجارية ومؤسسات الادخار التي تحصل على إيداعاتها من مجموعة من المستثمرين وتبيع الأسهم لمجموعة أخرى، وتكون بذلك مسؤولة أمام المجموعتين.

#### خامساً: الأداء النسبي لصناديق الاستثمار:

إن أداء صندوق الاستثمار قد يتأثر بشكل أساس بأحد العوامل الاقتصادية؛ حيث إن صناديق الأسهم يمكن أن تتوقف كلياً على أداء سوق الأسهم، وهو ما يسمى بالمخاطر السوقية Market Risk.

بينما يعتمد أداء صناديق السندات بشكل كبير على تحركات أسعار الفائدة، وهنا نكون أمام مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk.

في حين يرتبط أداء صندوق الاستثمار الدولي بسعر الصرف، أي سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأخرى. وهذا النوع من المخاطر يسمى بمخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk.

ولا يمكن لصندوق الاستثمار أن يصل إلى مزايا التنويع الكامل في حال تأثر جميع الأوراق المالية المكونة لها بنفس الدرجة بأحد العوامل الاقتصادية، لذا يلجأ بعض المستثمرين إلى تنويع استثماراتهم في أشكال مختلفة من صناديق الاستثمار، بحيث لا يتعرض إلا جزء صغير من الاستثمارات لشكل محدد من أشكال المخاطرة.

وبالتالي فإن التنويع عبر مجموعة من صناديق الأسهم، وصناديق السندات والصناديق الدولية، يمكن أن يحد بشكل كبير من تقلب عوائد المحفظة الكلية، لذا فإن الجزء المخصص من الاستثمار الكلي لكل شكل من أشكال صناديق الاستثمار يمكن أن يعتمد في تحديده على التنبؤات الخاصة بالعوامل الاقتصادية المؤثرة على قيمة استثمارات الصندوق. وعلى الرغم من ذلك يمكن وجود قيود على الحد الأعلى لذلك الجزء المخصص لأحد أشكال صناديق الاستثمار، بغية تحقيق مزايا التنويع الكامل.

#### سادساً: علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية:

تمثل صناديق الاستثمار أحد البدائل الاستثمارية التي يمكن أن يلجأ إليها مديرو المحافظ الاستثمارية في المؤسسات المالية كشركات التأمين وصناديق التقاعد.

وتتبع بعض صناديق الاستثمار لسيطرة البنوك التجارية، حيث يقدم حوالي ١٠٠ بنك تجاري في الولايات المتحدة خدمة صناديق الاستثمار. وتستطيع البنوك

من خلال هذه الصناديق المحافظة على أموال العملاء، عندما يرغبون بتحويلها من حسابات الإيداع المصرفية إلى صناديق الاستثمار في الأسهم والسندات. ونظراً لوجود العديد من العملاء الذين يحولون مدخراتهم بين حسابات الإيداع المصرفية والأسهم أو السندات، فإن البنوك التجارية قادرة على جذب المزيد من الأموال إلى صناديقها الاستثمارية في الفترات التي تشهد فيها تراجعاً في حسابات الإيداع، والعكس صحيح، كما أن هذه الصناديق تجتذب أيضاً أموال المستثمرين من غير عملاء البنك.

ومع انخفاض أسعار الفائدة في فترة التسعينات من القرن الماضي، وإقدام المستثمرين على سحب إيداعاتهم من البنوك التجارية، فقد اجتذبت صناديق الاستثمار التابعة للبنوك هذه الأموال الذي يرغب أصحابها بتوظيفها عند معدلات عائد أكثر ارتفاعاً.

وبالنسبة إلى علاقة صناديق الاستثمار بالأسواق المالية، فإن كل شكل من أشكال صناديق الاستثمار يعتمد على واحد أو أكثر من الأسواق المالية حسب طبيعة عمل الصندوق وحاجاته إلى الاستثمار في الأدوات المالية المختلفة. ونظراً لأن الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي العمل الاستثماري، فإن هذه الصناديق يمكن أن تستفيد من جميع هذه الأسواق. إلى جانب إمكانية الاستفادة من أسواق العقود المستقبلية وحقوق الاختيار في التحوط في وجه مخاطر سعر الفائدة والمخاطر السوقية. وهناك بعض صناديق الاستثمار المتخصصة التي تتبع لشركات مثل دين وبيتر Dean Witter وميرلي لينج Merrill Lynch، وغيرها من شركات الأوراق المالية، التي تتخذ أوضاعاً مضاربية في العقود المستقبلية.