



بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا



كلية الدراسات العليا

## محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني

Investment Portfolios and Funds and Their Impact  
on the Sudanese Economy

(A sample of listed institutions in the Khartoum Stock Exchange)

(دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)

بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي (تمويل)

إشراف الدكتور:

أحمد على أحمد

إعداد الدارس:

يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين

أبريل 2019م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## استهلال

قال تعالى:

﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ

بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا

تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾

صدق الله العظيم

سورة : النساء الآية 29

## إهداء

أهدي هذا الجهد المتواضع إلى أسرتي الغالية ، وإلى نبض قلبي  
أمي الحنونة متعها الله بالصحة والعافية .  
أمه لو كان عمري في يدي لمدته  
ولكنه بيد ربي فهل يكفي حبي  
وإلى والدي العزيز الذي تحمل تقلبات الدهر لكي يجعلني استتير  
بضياء العلم وأتمنى له التوفيق في عمله، وأيضاً إلى أصدقائي  
الذين ساندوني بكل المراحل وأتمنى لهم النجاح، وكما أشكر  
أستاذي الذي أشرف على هذا البحث.

الدارس

# شكر وتقدير

الشكر أولاً وأخيراً لله رب العالمين الذي من على بإتمام هذا البحث  
أشكر جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا التي منحتني شرف  
الالتحاق بها  
إلى مكتبة جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ومكتبة جامعة النيلين  
على التعاون  
إلى الأساتذة الذين استمدت منهم العلم والمعرفة  
إلى أسرتي وأخواتي وأخواني  
إلى زملائي وزميلاتي  
وأخص بالشكر الدكتور أحمد علي أحمد الذي ساندني وأمسك بيدي  
للاستمرار، حفزني وشجعني فمهما عبرت له فالكلمات قليلة لهذا  
أقدم له أجمل عبارات الشكر والتقدير.

## المستخلص

تناولت الدراسة محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني (دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية) حيث تمثلت مشكلة البحث في التعرف على محافظ وصناديق الاستثمار في السودان والتي تؤثر بصورة مباشرة على فعالية أسواق الأوراق المالية من خلال الإجابة على الأسئلة التالية هل ساهمت صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية؟ وهل تلعب محافظ وصناديق الاستثمار دوراً كبيراً في خلق الوعي الاستثماري؟

تمثلت فروض في: ساهمت صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية، تلعب محافظ وصناديق الاستثمار دوراً كبيراً في خلق الوعي الاستثماري، نجحت محافظ وصناديق الاستثمار في جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

هدف البحث كذلك إلى التعرف على الأثر الاقتصادي ومعرفة نشأة وتطور محافظ وصناديق الاستثمار في السودان ودورها ومساهمتها في جذب المدخرات وتوجيهها نحو أسواق المال وذلك من خلال إلقاء الضوء على مزايا محافظ وصناديق الاستثمار في السودان ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية والتعرف على مراحل تطور صناديق الاستثمار في السودان وإسهامها في تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية. واتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي للوصول إلى النتائج بشأن أسئلة البحث للخروج بنتائج من أهمها وجود تباين واضح في وجهات نظر الباحثين حول مفهوم محافظ وصناديق الاستثمار، وأنواعه ومدخل دراسته، تسهم محافظ وصناديق الاستثمار مساهمة كبيرة في تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية بما يعود بالفائدة على المستثمرين وشركات الاستثمار في تنشيط ودعم الاقتصاد الوطني. ومن ثم أوصت الدراسة بإنشاء محافظ وصناديق استثمارية في السودان لما لهذه المحافظ والصناديق من أهمية كبيرة في تعزيز الوعي الادخاري لدى صغار المستثمرين ولما لهذه المحافظ والصناديق من دور في تعزيز نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية. والاستفادة من الخبرات والكوادر المتخصصة المتاحة في شركات الاستثمار المالي العاملة في السودان في تأسيس محافظ وصناديق استثمار متنوعة تتناسب مع التفضيلات المتنوعة للمستثمرين.

## **Abstract**

The study examined the emergence and development of investment portfolios and funds and their economic impact on the Sudan (a field study of a sample of listed institutions in the Khartoum Stock Exchange). The problem of research was to identify the development and development of investment funds portfolios in Sudan which directly affect the effectiveness of stock markets By answering the following questions, did the funds invest in the volume of trading in the stock market? Do portfolios and investment funds play a major role in creating investment awareness?

The objective of the research is to know the origin and development of investment portfolios and funds in Sudan and their role and contribution in attracting savings and directing them towards capital markets by shedding light on the advantages of investment portfolios and funds in the Sudan and their contribution to the revitalization of the stock market and the development of investment funds in Sudan. Trading in the stock market. The researcher took the analytical descriptive approach to reach the results on the research questions to produce results, the most important of which is the existence of a clear indication in the views of researchers on the concept of portfolios and investment funds, types and approaches to study. The portfolios and investment funds contribute significantly to the collection of individuals' savings and investment in securities, Investors and investment companies to stimulate and support the national economy.

Therefore, the study recommended the establishment of portfolios and investment funds in Sudan. These portfolios and funds are of great importance in enhancing the savings awareness of small investors and the role of these funds in enhancing the activity of the Khartoum Stock Exchange. And to benefit from the expertise and specialized cadres available in the financial investment companies operating in Sudan in the establishment of various portfolios and investment funds commensurate with the diverse preferences of investors.

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	استهلال
ب	إهداء
ج	شكر وتقدير
د	المستخلص
هـ	<b>Abstract</b>
و	قائمة المحتويات
ط	قائمة الأشكال
<b>الإطار المنهجي والدراسات السابقة</b>	
1	أولاً: الإطار المنهجي
6	ثانياً: الدراسات السابقة
<b>الفصل الأول: مفهوم المحافظ والصناديق الاستثمارية</b>	
15	المبحث الأول: مفهوم وإدارة المحافظ الاستثمارية
45	المبحث الثاني: مفهوم الصناديق الاستثمارية
<b>الفصل الثاني: تصنيف وأنواع صناديق الاستثمار</b>	
45	المبحث الأول: أهداف وتصنيف صناديق الاستثمار
63	المبحث الثاني: أنواع صناديق الاستثمار
<b>الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية</b>	
84	المبحث الأول: التعريف بالصناديق المدرج في سوق الخرطوم للأوراق المالية
117	المبحث الثاني: تحليل صناديق الاستثمار واستخراج النتائج
130	الخاتمة
130	النتائج
131	التوصيات
132	مقترحات لبحوث مستقبلية
134	قائمة المصادر والمراجع



## قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل	رقم
24	منحنى المحافظ(الصناديق) المثلى	الشكل رقم (1)
26	مجموعة الكفاءة	الشكل رقم (2)
125	حركة المؤشرات الفنية لصناديق الاستثمار	الشكل رقم (3)

**الإطار المنهجي والدراسات السابقة**

**أولاً: الإطار المنهجي**

**ثانياً: الدراسات السابقة**

## الإطار المنهجي والدراسات السابقة

### أولاً: الإطار المنهجي

#### تمهيد:

أدى التطور الاقتصادي العالمي إلى ضرورة قيام أسواق المال وتنظيمها وتوفير المال اللازم لتحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد وذلك يتطلب توفر المكان الذي يلتقي فيه الأفراد والمؤسسات والمناخ المناسب الذي يعمل على التقاء العرض والطلب على الاستثمارات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة ويتطلب ذلك نشر معلومات صحيحة وعدم تضليل المتداولين ببث معلومات مضللة عن طريق نشر معلومات غير صحيحة أو صحيحة ولكنها معروضة بطريقة يمكن يفسرها المتداول بشكل خاطي.

وتلعب أسواق المال دوراً أساسياً في تطور النمو الاقتصادي وهي تعتبر إحدى مكونات المنظومة المالية التي تتدفق الأموال عبرها إلى المستثمرين في ظل ما تشهده الساحة المالية والاستثمارية في العالم من تقدم وتطور ليشمل كل المجالات والتي كان أبرزها الاستثمار في الأوراق المالية نتيجة للإقبال على أدواته المتنوعة التي استطاعت تحقيق طفرات متسارعة لتتال قبول العملاء واستقطاب استثماراتهم وإشباع رغباتهم المادية ويتطلب ذلك قدر من المعرفة والخبرات العملية التي تساعد في المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة كما أن الاستثمار في الأوراق المالية أهم أدوات الاستثمار غير المباشر في الاقتصاد الحديث باعتباره مجال لاستثمار الموارد المالية وتكوين صناديق الاستثمار التي تلعب دوراً مهماً في أسواق المال وتعتبر وسيلة فعالة في تجميع المدخرات وإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين الذين لا تتوفر

لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة أو تتوفر لديهم الموارد المالية ولكن ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة المحافظ أو تتقصهم الخبرة والدراية.  
أولاً: مشكلة البحث:

صناديق الاستثمار في السودان التعامل بها محدود بالرغم من ذلك إن هذه الصناديق تلعب دور رئيسي على فعالية أسواق الأوراق المالية وتكمن مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

1. هل ساهمت صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية؟
2. هل تلعب محافظ وصناديق الاستثمار دوراً كبيراً في خلق الوعي الاستثماري؟
3. هل نجحت محافظ وصناديق الاستثمار في جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار؟

ثانياً: أهداف البحث:

يهدف البحث إلى معرفة نشأة وتطور محافظ وصناديق الاستثمار في السودان ودورها ومساهمتها في جذب المدخرات وتوجيهها نحو أسواق المال وذلك من خلال الآتي:

1. إلقاء الضوء على المعوقات التي تعوق محافظ وصناديق الاستثمار في السودان
2. إلقاء الضوء على مزايا محافظ وصناديق الاستثمار في السودان ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية
3. التعرف على مراحل تطور صناديق الاستثمار في السودان وإسهامها في التنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية.
4. إلقاء الضوء على مساهمات محافظ وصناديق الاستثمار ومحاولات الاستدلال على بعض الاتجاهات للتطور والنمو في مجال الاستثمار.
5. إلقاء الضوء على مدى نجاح صناديق الاستثمار في توسيع قاعدة المستثمرين.

### ثالثاً: فرضيات البحث:

1. ساهمت صناديق الاستثمار في حجم التداول في سوق الأوراق المالية.
2. تلعب محافظ وصناديق الاستثمار دوراً كبيراً في خلق الوعي الاستثماري.
3. نجحت محافظ وصناديق الاستثمار في جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

### رابعاً: أهمية البحث:

بما أن سوق الأوراق المالية تتيح الفرص للمساهمة في تمويل المشروعات الاقتصادية عبر أسواق راس المال ويتم ذلك بتجميع مدخرات الأفراد المستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة حتى تعود بالفائدة على المستثمرين وتساهم في تحقيق النمو الاقتصادي وساعد في ذلك حرية حركة رؤوس الأموال عالمياً وسرعة نقل المعلومات والانخفاض الكبير في أسعار الاتصالات وتكاليف النقل وتوسع التجارة العالمية وساعدت في ذلك إتاحة الفرص الاستثمارية للمستثمرين عن طريق تكوين المحافظ وإنشاء صناديق الاستثمار التي أدت إلى جذب ونمو المدخرات وساعدت على تنشيط التعامل في الأسواق المالية نسبة لقلّة مخاطرها خاصة في ظل التقلبات الاقتصادية التي تمثل خطراً على صغار المستثمرين وزيادة عائدها ودورها الكبير في تطوير القطاع المالي وذلك عن طريق جذب وتوجيه المدخرات إلى أسواق المال:

### 1/ علمية

تتمثل الأهمية العلمية لصناديق الاستثمار في أنها أسلوب حديث لتفعيل الاستثمار، حيث إن المصارف تنظر إلى الاستثمار على أنه تنمية المجتمع، وعلى هذا الأساس تتعدد أهداف هذه الصناديق وتضع في اعتبارها عند التخطيط للاستثمار جودة الخدمة وأهداف التكافل الاجتماعي والالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، عندها تتغير النظرة إلى مفهوم تعظيم الربح، حيث يصبح هذا الهدف مشتق من عدة أهداف ومن بينها مصلحة العملاء والمساهمين، وعند التوسع في المفهوم نجد أن إدارة الصندوق هي

إدارة أمناء استثمار، لتحقيق مصالح مجموعة متعددة تشمل العاملين في الصندوق كما تشمل الفقراء والمساكين والحكومة والمصرف المركزي والمراسلين، لأن الصندوق هنا يهدف إلى تعظيم الثروة وليس تعظيم الربح، كما هو حال سوق الخرطوم للأوراق المالية وهو لا يتجاهل مسؤولياته الاستثمارية التنموية على حساب المنظور المادي.

## 2/ الأهمية العملية

تعد صناديق الاستثمار مؤسسة مالية تتميز بالسيولة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، لقاء عمولة معينة توفر للأفراد الذين لا يمتلكون القدرة والخبرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية، ولتكوين محافظ استثمارية متنوعة، وتحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر بمفرده، كما أن تجميع الأموال القابلة للاستثمار، ضمن صندوق واحد يقلص العبء الإداري على المستثمرين فضلاً عن أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق، تعدّ أقل من تلك التي قد تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرة حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحتفظ بها الصناديق، تخفف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أي من هذه الأدوات على الأداء الكلي للمحفظة الاستثمارية.

## خامساً: منهج البحث:

- المنهج التاريخي لعرض الدراسات السابقة التي لها علاقة بنوع البحث.
  - المنهج الوصفي التحليلي: للوصول إلى النتائج بشأن أسئلة البحث.
- يتم الاعتماد على مصادر البيانات الثانوية مثل المراجع والدوريات والكتب التي لها علاقة بموضوع البحث ومصادر المعلومات الأولية مثل التقارير والمقابلات مع ذوي الاختصاص في مجال البحث.

## سادساً: حدود البحث:

الحدود المكانية: جمهورية السودان

الحدود الزمنية: في الفترة من 2011م - 2018م

حدود الموضوع: نشأة وتطور محافظ صناديق الاستثمار في السودان

الحدود البشرية: العاملين بالمؤسسات المالية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

سابعاً: مصادر البحث:

المصادر الأولية: المقابلات.

المصادر الثانوية: تتمثل في الكتب والمجلات والدوريات والمنشورات والرسائل

الجامعية ومواقع الانترنت.

تاسعاً: هيكل البحث:

تتكون الدراسة من مقدمة وثلاثة فصول مقسمة إلى مباحث حيث تتناول المقدمة

الإطار المنهجي والدراسات السابقة.

أما الفصل الأول فتناول مفهوم المحافظ والصناديق الاستثمارية واحتوى المبحث

الأول فيه على مفهوم إدارة المحافظ الاستثمارية ويحتوى المبحث الثاني على مفهوم

الصناديق الاستثمارية. أما الفصل الثاني تناول تصنيفات وأنواع صناديق الاستثمار

ويحتوى المبحث الأول على أهداف وتصنيف صناديق الاستثمار ويحتوى المبحث

الثاني على أنواع صناديق الاستثمار أما الفصل الثالث يتناول الدراسة الميدانية حيث

أحتوى المبحث الأول على نبذة تعريفية عن الصناديق المدرجة بسوق الخرطوم

للأوراق المالية والمبحث الثاني تحليل صناديق الاستثمار الخاتمة والنتائج

والتوصيات.

ثانياً: الدراسات السابقة:

[1] دراسة محمد عبد الله محمد أحمد (2013):<sup>(1)</sup>

تناولت الدراسة دور بنك الاستثمار المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية ونشر الوعي الاستثماري بين الجمهور وتهدف الدراسة إلى التعريف بتجربة بنك الاستثمار المالي في مجال سعيه لتنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية وإبراز الدور التنموي للبنك في تسهيل الفرص الاستثمارية لمؤسسات القطاع الخاص والاجتماعي في الوصول إلى موارد الجمهور صورة تمكنها من تحقيق أهدافها. وتمكن الباحث من إثبات فرضيات الدراسة بأن زيادة عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية تؤدي إلى تنشيطه والمساهمة الضئيلة في تداول صناديق الاستثمار في زيادة حجم التداول كما أن المساهمة الضئيلة لصناديق الاستثمار في زيادة عدد العقود المنفذة وسوق الأوراق المالية وقدم الباحث عدد من التوصيات أهمها إدراج مزيد من الصناديق الاستثمارية بالسوق لأن إدراج صكوك الصندوق في السوق يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية المسجلة وبالتالي تساعد على تنشيطه وتفعيل وتعديل وتطوير قانون سوق الأوراق المالية ليلبي رغبات المستثمرين.

[2] دراسة عثمان حسن بشير جابر: (2006)<sup>(1)</sup>

تناولت الدراسة تطور مفهوم الاستثمار عبر المراحل المختلفة حيث كان الأفراد يقومون بتوظيف فائض أموالهم في الأنشطة الاقتصادية المختلفة سواء كانت

---

(1) محمد عبد الله محمد أحمد - دور بنك الاستثمار المالي في التنمية الاقتصادية في السودان ، (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا (2013م)

(1) عثمان حسن بشير جابر - أثر مخاطر الاستثمار في محافظ الأوراق المالية علي تعظيم قيمة المنشأة (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشور جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات العليا 2006م).



تجارية أو صناعية أو زراعية بغرض الحصول على الربح وتطور المفهوم ليشمل الشراكات ونتيجة للتطور الاقتصادي والمنافسة بين منشآت الأعمال فكان لابد من وجود آلية تقوم بدور التحليل والتوجيه والمراقبة فكانت صناديق الاستثمار التي تهدف إلى حماية المستثمرين.

وتمكن مشكلة الدراسة في أن بعض المستثمرين تتقصهم المعرفة والخبرة الكافية لتكوين وإدارة تشكيلات مناسبة من محافظ الأوراق المالية وكذلك كيفية الموازنة بين العائد والمخاطرة كما أن إدارة المنشأة قد تواجه بعض الصعوبات فيما يتعلق باختيار أفضل هيكل مالي يحقق التوازن المطلوب وتم وضع فرضيات لذلك تمثلت في توزيع المحافظ الاستثمارية لتقليل مخاطر الاستثمار في محافظ الأوراق المالية وأن العائد والمخاطرة والربحية والسيولة مؤشرات يعتمد عليها المستثمرون والملاك في اتخاذ القرارات الاقتصادية والاستثمار في محافظ الأوراق المالية يعتبر أفضل أداة استثمارية لصغار المستثمرين وأهم النتائج التي أثبتتها الدراسة هي أن المستثمرين يعتمدون على العائد والمخاطرة في تكوين محافظهم الاستثمارية والتنوع الإيجابي لأصول المحفظة يعتبر من أكثر الوسائل فاعلية لتخفيض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ولا يوجد تلازماً بين السيولة والربحية، قد تحقق المنشأة الكثير من الأرباح ومع ذلك تعاني من السيولة والعكس صحيح.

قدم الباحث عدد من التوصيات من أهمها التحليل العلمي الدقيق للقوائم المالية للمنشأة التي تصدر الأوراق المالية قبل اتخاذ القرار الاستثماري واستهداف هيكل مالي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المنشأة في التمويل ونسبة كل عنصر فيه وموازنة العائد والمخاطرة الناجمين عنه.

### [3] دراسة إيمان محمد عثمان (2005)<sup>(1)</sup>

تناولت الدراسة الدور الذي يقوم به بنك الاستثمار المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية وهل دخول بنك الاستثمار المالي إلى سوق الخرطوم للأوراق المالية له أثر إيجابي تكمن مشكلة الدراسة في هل قام بنك الاستثمار المالي فعلاً بدوره في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية في حالة عدم قيامه بدوره في ماهية الأسباب التي تسببت في ذلك، تم وضع فرضيات لذلك نسبة لصغر حجم السوق وقلة عدد المؤسسات المالية المدرجة وعزوف المؤسسات المالية والجمهور عن الدخول إلى سوق الخرطوم للأوراق المالية لضعف الوعي الاستثماري الذي يساهم بنك الاستثمار المالي في إيجادها.

وأهم النتائج التي أثبتتها الدراسة هي يلعب بنك الاستثمار المالي دور إيجابي في سوق الأوراق المالية بدفع قيمة حجم التداول ولعبت صناديق الاستثمار دور كبير في تشجيع عدد من المدخرين، قدم الباحث عدد من التوصيات من أهمها استمرار البنك في إصدار وزيادة عدد الصناديق الاستثمارية وزيادة عدد البنوك الاستثمارية العاملة في هذا المجال ودراسة العوامل التي تؤدي إلى عدم إقبال المؤسسات المالية والبنوك على إدراج أسهمها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

---

(1) إيمان محمد عثمان - دور بنوك الاستثمار المالي في تنشيط أسواق الأوراق المالية، (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المصارف - غير منشور، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات العليا 2005م).

#### [4] دراسة عبد الله إدريس العباس محمد (2004)<sup>(1)</sup>

تناولت الدراسة تجربة صناعة وإدارة صناديق الاستثمار بالسودان ودورها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية وتكمن مشكلة الدراسة في صناعة صناديق الاستثمار.

كتجربة جديدة هل أدت إلى جذب ونمو المدخرات بالنسبة للمستثمرين وهل ساعدت على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، وتم وضع فرضيات لذلك.

صناعة صناديق الاستثمار أدخلت حديثاً بالسودان وأدت إلى جذب مدخرات المستثمرين وهل أدت إلى تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

وأهم النتائج التي أثبتتها الدراسة هي مساهمة صناديق الاستثمار لا تتضح جلياً في المساهمة في حجم رأس المال السوقي وكذلك في حجم التداول الكلي ولكن يتضح دورها في عدد العقود المنفذة.

وصناديق الاستثمار من حيث توزيعها للأرباح العالية جذبت عدد كبير من المساهمين الأفراد مما يدل على استقطابها للمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وصناعة صناديق الاستثمار واعدة لإيجاد مناخ مناسب للاستثمار بالسودان وصناعة الاستثمار هي الأفضل من حيث تداول الأوراق المالية وبالتالي هي الأفضل لتجميع المدخرات.

وقدم الباحث عدد من التوصيات من أهمها ضرورة استخدام مؤشرات البورصة في إدارة صناديق الاستثمار حيث يعبر المؤشر عادة عن واقع البورصة صعوداً

---

(1) عبد الله إدريس العباس محمد - تجربة صناعة وإدارة صناديق الاستثمار بالسودان ودورها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، (بحث تكميلي لنيل درجة الدبلوم العالي في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2004م).

وهبوطاً مما يساعد مدير محافظ صناديق الاستثمار على قياس التدفقات الخاصة بكل نوع من الأوراق واتخاذ قرار البيع والشراء في الوقت المناسب وتسهيل اتخاذ قرار الاستثمار الكفاءة وضرورة الاستفادة من خبرات الدول التي سبقت السودان في هذا المجال وتكثيف عمليات الترويج لجذب مدخرات القطاع الخاص.

#### [5] دراسة خالد محمد أدم (2002):<sup>(1)</sup>

تناولت الدراسة تحديد العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية وتوضيح مدى كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية في الوصول لقيمة حقيقية وعادلة للأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب وتكمن مشكلة البحث في تحديد سعر السوق للأوراق المالية وذلك من خلال الأخذ في الاعتبار القيمة السوقية للورقة المالية وضرورة الاعتراف بالمكاسب في حالة ارتفاع سعر السوق عن سعر التكلفة. وتم وضع فرضيات تمثلت في الآتي.

أن مستخدم القيمة العادلة في قياس الأوراق المالية يؤكد صدق وعدالة القوائم المالية المنشورة وعدم فعالية سوق الأوراق المالية لا يمكن من الوصول إلى القيمة العادلة للأوراق المالية.

والصيغ التي تستخدمها المنشأة تعتبر مقبولة مهنياً وتوصل الباحث إلى النتائج الآتية:  
أن تقييم الاستثمارات على أساس القيمة العادلة تعتبر أفضل صيغة لتقييم الأوراق المالية وكفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية ضعيفة لا تلبي طموحات المستثمرين وقدمت الدراسة عدد من التوصيات من أهمها إتباع التقييم على أساس القيمة العادلة للأوراق المالية والعمل على إزالة المعوقات التي تحول دون ذلك.

---

(1) خالد محمد أدم - تقييم الأوراق المالية من وجهة النظر المحاسبية - (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، غير منشور، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات العليا 2002م).

وعلى المسؤولين في سوق الخرطوم للأوراق المالية إلزام المنشأة المدرجة في السوق بتوفير معلومات مالية مفيدة للمستثمرين.

**[6] شوقي عزمي محمود (2002):<sup>(1)</sup>**

تناولت الدراسة الحاجة إلى إيجاد وسائل فعالة للربط مابين المدخرين وسوق الأوراق المالية والقواعد التي تحكم التعامل بينهم. تهدف الدراسة إلى أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية والتعرف على الظروف المحيطة بها وتأثيرها على حجم التداول في سوق الأوراق المالية وتمكن الباحث من إثبات فرضيات الدراسة بأن الظروف الاقتصادية المحيطة بالورقة المالية تؤثر سلباً وإيجاباً على التداول وأن عملية التخصص تؤدي إلى تخصيص تنشيط حركة التداول وقدم الباحث عدد من التوصيات أهمها تشجيع البنوك على استثمار نسبة كبيرة من محافظها الاستثمارية بسوق الأوراق المالية وتحويل بعض مؤسسات الدولة إلى شركات مساهمة عامة.

**[7] دراسة محمد عبد القادر محمد (2000):<sup>(1)</sup>**

تناولت الدراسة معوقات الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية وإيجاد المساهمة في حلها ومعرفة نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية وتكمن مشكلة الدراسة في دور السوق للأوراق المالية لتحقيق الأهداف التي إنشاء من أجلها مثل تهيئة الظروف الملائمة لتحقيق التوازن في السوق عن طريق قوي العرض والطلب وتم وضع فرضيات لذلك تمثلت في الآتي يتأثر كل من عدد الأسهم المملوكة

---

(1) شوقي عزمي محمود – أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، (رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة جامعة الزعيم الأزهرى 2002م).

(1) محمد عبد القادر محمد، معوقات الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية – (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة – غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا 2000م)

للمستثمر وحجم التداول بمستوى الدخل ويتأثر الاستثمار في الأسهم العادية بمستوى ربحية السهم وسلوك المستثمر كما أن عدم وجود سياسة واضحة لتوزيع الأرباح يؤدي إلى ضعف الاستثمار وعدم انتشار مؤسسات الوساطة المالية وبطء الإجراءات وتعقيدها دخل سوق الأوراق المالية تعد من معوقات الاستثمار.

وأهم النتائج التي أثبتتها الدراسة هي أن هناك علاقة طردية بين الدخل وحجم الاستثمار أما العلاقة بين الدخل وكيفية الحصول على الأسهم فهي علاقة عكسية وقدم الباحث عدد من التوصيات من أهمها تساعد الدولة في خلق وعي استثماري وذلك بتوفير المعينات الضرورية والملائمة وإقامة المؤسسات المالية الفعالة التي تسعى إلى النمو والتطور الاقتصادي.

#### **التعليق على الدراسات السابقة :**

في ضوء عرض الجهود المعرفية للدراسات السابقة يمكن للباحث القول أن المجالات التي تستفيد منها الدراسة الحالية، تتلخص في الآتي:

1. توظيف الدراسات السابقة في بناء الإطار النظري، وبعض الجوانب المنهجية للبحث.

2. تدعم الدراسات السابقة توجه الدراسة الحالية بما تمخضت عنه تلك الدراسات من نتائج مما يساعد في تناول مجالات وقضايا لم يتم البحث فيها واختيار الوسائل التحليلية الملائمة للدراسة الحالية.

3. الإطلاع على بعض المصادر والدوريات والبحوث النظرية والتطبيقية التي تسهل الطريق نحو ترصين الجانب النظري للدراسة الحالية.

4. الإسهام في تقديم تصور واضح للباحث في صياغة منهجية الدراسة وبعض فقراتها.

5. بناء الإطار المعرفي والتحليلي للدراسة الحالية، في تشخيص الدراسة وأهدافها.
6. تحليل مضامين ونتائج الدراسات السابقة، ساهم بشكل فاعل في بناء العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية، وعلى وفق المنهج الذي سارت هذه الدراسة.
7. إن نقطة الاختلاف الجوهرية هي أن الدراسة الحالية ربطت بين موضوعين أساسيين مهمين في علوم الإدارة المالية هما نشأة وتطور محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني، ثم سعت لتلمس دورها في بناء وتنشيط الاقتصاد الوطني.
8. جرت الدراسة الحالية في البيئة السودانية، وتحديد صناديق الاستثمار السودانية التي تمثل إحدى شركات الاستثمار المهمة في السودان، إذ تؤدي دوراً بارزاً في تنمية الاقتصاد الوطني، ومثل هذه الشركات تعد مواكبة للتطور في مجال الاستثمار.
9. تصدت هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين متغيرين أساسيين غاية في الأهمية لصناديق الاستثمار، في بيئة متطورة (البيئة السودانية)، لم تدرس فيها مثل هذه المتغيرات سابقاً بحسب الإطار المتواضع للباحث.
10. ترمي هذه الدراسة إلى تحقيق التنمية الاقتصادية بين متغيرات عوائد الصناديق ومؤشر السوق بإطار أشمل وقياس تأثير العلاقة بينهما في بناء الاقتصاد الوطني.

## الفصل الأول

### مفهوم المحافظ والصناديق الاستثمارية

المبحث الأول: مفهوم وإدارة المحافظ الاستثمارية.

المبحث الثاني: مفهوم الصناديق الاستثمارية.



## المبحث الأول: مفهوم وإدارة المحافظ الاستثمارية

يؤدي الاستثمار دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتتنوع وفقاً لرؤية المستثمر وميوله، ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة استثمارية والتي وضع نظريتها MARKOWITZ عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال TURNER وغيرهم.

ويهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، ولكن الإشكالية المطروحة هنا هي: كيف يتم تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة الاستثمارية وفقاً لمعيار العائد والمخاطرة؟

أولاً: الاستثمار وإدارة المحافظ الاستثمارية:

### 1/ مفهوم الاستثمار وإستراتيجيته:

يعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الاستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الاستثمار الخطوة الأولى عند اتخاذ قرار استثماري وهناك إستراتيجيتان هما:

- أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من استثمار مرتفع المخاطر.
- ب- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

وهناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- التنوع: فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة. (1)

## 2/ مفهوم المحفظة الاستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصليين أو أكثر و تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجوراً فقط. (2)

وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية
- المحفظة ذات الأصول الحقيقية
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، وهو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

يرى الباحث إن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الخاص هي تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، كالأسهم والسندات، والعملات، فهي تختلف عن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية، ولذا عند إطلاق لفظة المحفظة الاستثمارية فإنه لا يراد بها إلا محفظة الأوراق المالية، وذلك لعدة أسباب من أبرزها أنه شبه اتفاق لدى المهتمين بالعلوم المالية والمصرفية بأن المحافظ الاستثمارية تقتصر على المفهوم الخاص للمحافظ الاستثمارية فيكون هذا من العرف الاقتصادي في دنيا المال والأعمال، إضافة إلى أن جميع الأبحاث والدراسات تشير إلى ذلك، وأنه هو المقصود به عند كثير من الشركات المتخصصة كالبنوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين وغيرها.

(1) - طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر، الأردن 1997، ص22.

(2) د. عبد المعطي رضا أرسيد، د. حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن 1999، ص34.

## ثانياً: المحفظة الاستثمارية Portfolio

المحفظة الاستثمارية مجموعة من الأصول المالية مثل الأسهم والسندات وما يعادلها من النقد، بما في ذلك الأموال المتبادلة والمتداولة والمغلقة، وتعقد المحافظ مباشرة من قبل المستثمرين و/أو تدار من قبل المهنيين الماليين، وتوحي الحكمة بأن يقوم المستثمرون بإنشاء محفظة استثمارية وفقاً لأهداف تحمل المخاطر والأهداف الاستثمارية.<sup>(1)</sup>

ويمكن اعتبار المحفظة الاستثمارية بمثابة فطيرة مقسمة إلى قطع ذات أحجام متفاوتة، مثل مجموعة متنوعة من فئات الأصول و/أو أنواع الاستثمارات لتحقيق توزيع مناسب لمخاطر العوائد، ويمكن استخدام العديد من أنواع الأوراق المالية المختلفة لبناء محفظة متنوعة، ولكن تعتبر الأسهم والسندات والنقد عموماً لبنات البناء الأساسية للمحفظة، وتشمل فئات الأصول المحتملة الأخرى، على سبيل المثال لا الحصر، العقارات والذهب والعملية.

### ثالثاً: أهداف المحافظ المالية الاستثمارية

1. المحافظة على رأس المال الأصلي من الاندثار.
2. التنويع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة.
3. قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة، وبأقصى سرعة ممكنة، ودون تحمل خسائر تؤثر في رأس المال.
4. الحفاظ على مستوى دخل مستمر ومستقر.
5. النمو في رأس المال حيث تعتبر تنمية رأس مال المحفظة من أهم الأهداف التي يسعى إليها المستثمر أو مدير المحفظة.

(1) - طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار، مرجع سابق، ص28.

#### رابعاً: أثر تحمل المخاطر على مخصصات المحفظة

في حين يمكن للمستشار المالي تطوير نموذج محفظة عامة للفرد، فإن تحمل المخاطر لدى المستثمرين يجب أن يكون له تأثير كبير على ما تبدو عليه المحفظة، فعلى سبيل المثال، قد يفضل المستثمر المتحفظ محفظة أسهم ذات رؤوس أموال كبيرة، وصناديق مؤشرات سوقية عريضة، وسندات ذات تصنيف استثماري، وموقف من النقدية المعادلة ذات السيولة العالية، وعلى النقيض من ذلك، قد يضيف المستثمر الذي يتحمل المخاطر بعض أسهم نمو ذات رؤوس أموال صغيرة إلى أسهم نمو ذات رؤوس أموال كبيرة وهجومية، وكذلك تفترض أن المستثمر تعرض لبعض السندات ذات العائد المرتفع، وتطلع إلى العقارات، والفرص الاستثمارية الدولية والبديلة لمحفظته، وبصفة عامة، ينبغي للمستثمر أن يقلل من التعرض للأوراق المالية أو فئات الأصول التي تجعل تقلب محفظته غير مربح.<sup>(1)</sup>

#### خامساً: أثر الأفق الزمني على مخصصات المحفظة

وعلى غرار تحمل المخاطر، ينبغي للمستثمرين النظر في المدة التي يتعين عليهم استثمارها عند إنشاء محفظة، وينبغي للمستثمرين عموماً أن يتحركوا إلى تخصيص أصول أكثر تحفظاً مع اقتراب تاريخ الهدف، لحماية أصل الحافظة الذي تم بناؤه حتى تلك النقطة، على سبيل المثال، قد يخطط ادخار المستثمر للتقاعد إلى ترك القوى العاملة خلال خمس سنوات، وعلى الرغم من مستوى راحة المستثمر الذي يستثمر في الأسهم وغيرها من الأوراق المالية المحفوفة بالمخاطر، فإنه قد يرغب في استثمار جزء أكبر من رصيد المحفظة في أصول أكثر تحفظاً مثل السندات والنقد، للمساعدة في حماية ما تم حفظه بالفعل، وعلى العكس من ذلك، قد يرغب الفرد الذي

(1) الدسوقي إيهاب؛ اقتصاديات كفاءة البورصة؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة - 2000 - ص 63.

يدخل سوق العمل فقط في استثمار محفظته بأكملها في الأسهم، حيث أنه قد يكون لديه عقود للاستثمار، ولديه القدرة على اختيار بعض التقلبات في السوق على المدى القصير، حيث ينبغي مراعاة كل من تحمل المخاطر والأفق الزمني عند اختيار الاستثمارات لملء المحفظة.<sup>(1)</sup>

#### سادساً: أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية:

إن السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

##### أ- السياسة العمومية:

هي سياسة يفضل فيها العائد على الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، وغالباً ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار اقتصادي محتمل.<sup>(2)</sup>

##### ب- السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل والتي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات... الخ.

##### ج- السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، ويراعي فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة، ويتم ذلك بتنويع

---

(1) الخضيرى محسن أحمد ؛ كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ؛ اينزاك للنشر و التوزيع ؛ مصر -1999- ص 23.

(2) المرجع السابق، ص 35.

رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية متنوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى؟

سابعاً: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

### 1- مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ومواصفاتها:

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:<sup>(1)</sup>

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي

ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

وانطلاقاً من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

### 2- مفهوم العائد والمخاطرة:

■ العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى قيمة الأصول في بداية العام.

---

(1) ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي : أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، الأردن، 1999. ص 95

■ أمّا مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الانحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقاً لمدى تقلبهم لمخاطر الاستثمار إلى فئتين:

- 1- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظاً اتجاه المخاطرة،
- 2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجهها نحو المخاطرة.
- 3- الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تتحصر هذه الطرق في:  
أ- طريقة الرسم البياني:

وهي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، و تجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط، ولكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

#### ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، و تعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءً على المعادلات التالية:<sup>(1)</sup>

$$\left[ \frac{\text{أكبر عائد (خلال الفترة) - أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}} \right] = \text{مقدار النمو الوسطي}$$

$$\text{معدل النمو الوسطي} = \text{مقدار النمو الوسطي} / (\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد}) \times 100$$

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أن العائد في زيادة مستمرة.

### ث - طريقة المتوسط الحسابي:

وتعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة وقسمة هذا المجموع على عدد الفترات، واعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت والانحراف المعياري.

### ج - طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:

وتعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الاستثمار وذلك بالقيمة الحالية، وهو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN

$$VAN = \left[ \frac{R_t - D_t}{(1-K)^t} + \frac{S_t}{(1-K)^t} \right] - D_0$$

حيث:

Rt: الإيرادات      K: معدل الفائدة      Dt: المصاريف

D<sub>0</sub>: كلفة الاستثمار عند الشراء      St: قيمة الاستثمار في نهاية الفترة

ولكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر

$$\text{الربحية ويساوي مؤشر الربحية} = \left[ \frac{VAN}{\text{كلفة الاستثمار}} \right] \times 100$$

مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الاستثمار.



#### د - طريقة معدل المردود الداخلي:

ويقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. وإذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، ونفترض هذه الطريقة أن الأصول سوف يعاد استثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.<sup>(1)</sup>

وبعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم اختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

#### هـ- مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى: و تتلخص في:

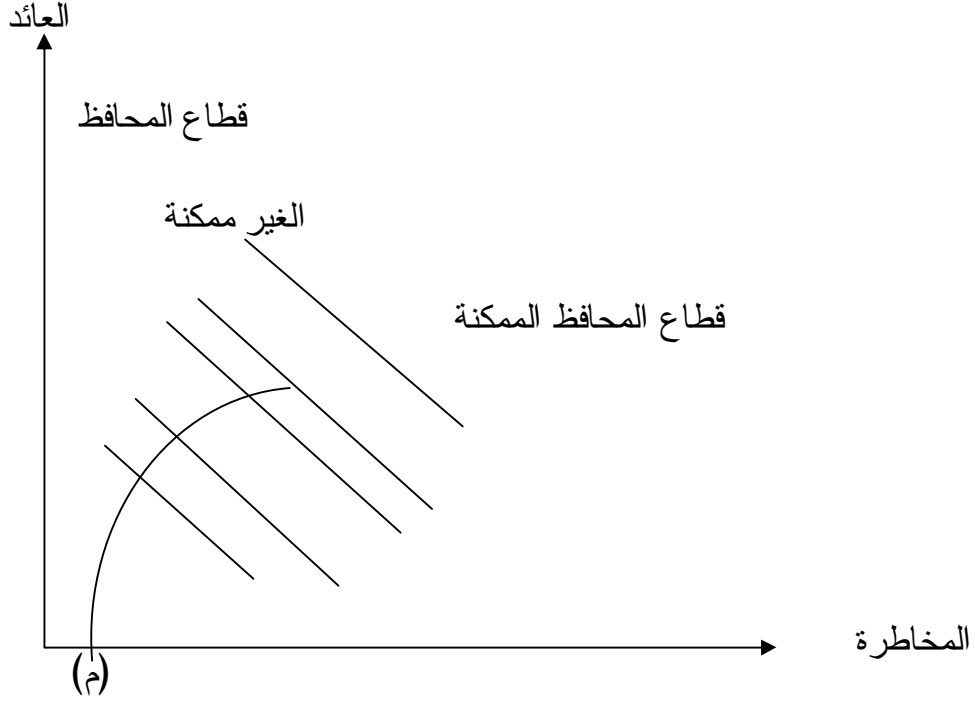
- 1- اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.
  - 2- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
  - 3- اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.
- ولبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحني المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة.<sup>(2)</sup>

---

(1) جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ غير مذكورة؛ 1998م، ص 36.

(2) المرجع السابق/ ص 39.

## الشكل رقم (1) : منحنى المحافظ المثلى



المصدر: محمد مطر محمد - 1999

من الشكل (1)، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى (م) باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة. ولتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.<sup>(1)</sup>

(1) محمد مطر محمد؛ إدارة المحافظ الاستثمارية؛ مؤسسة الورق للنشر و التوزيع؛ عمان؛ الأردن 1999م/ ص 56.

ثامناً: اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

### 1/ خصائص منحنيات السواء:

أ- اتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقاً للمنحنى (1)، فإنه يظهر للتنازل والبحث عنها في المنحنى (2).

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الاقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

### 2/ فرضيات منحنيات السواء:

#### أ- فرض عدم التشبع:

ويقصد به أنّ المستثمر يفضل دائماً الاستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، عند المفاضلة بين استثمارين يتم اختيار الاستثمار ذو العائد الأكبر.

#### ب- فرض كراهية المخاطرة:

يعني أنه لو أتاحت للمستثمر المفاضلة بين استثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.<sup>(1)</sup>

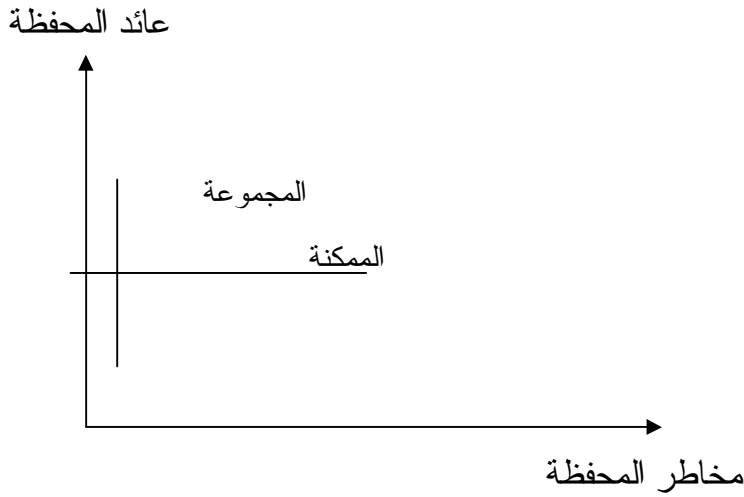
(1) عبد المعطي رضا أرشيد، حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن، 1999. ص 308

### 3/ مفهوم الحدّ الكفاء:

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفاءة شرطين:  
أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الاستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفاءة " من الاستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

#### الشكل رقم (2) - مجموعة الكفاءة



المصدر: هندي منير إبراهيم -1996- ص 31

"ج"- تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج»، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد "ج"  
"هـ": نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "هـ" تحقق الشرط الأول " أ "

لكن «ب»: لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

«د»: تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر، إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني. (1)

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر. إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معاً، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و "هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفأة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

#### 4/ عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية:

أ- تنوع المخاطر الاستثمارية: وتصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: وهي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالانتظام ويمكن توقعها وبالتالي تجنبها

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، ويصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، وسياسة التنويع قد تتجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول. (2)

ب- عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقاً لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركب الخسارة في عنصر معين.

---

(1) هندي إبراهيم؛ صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر -1999- ص 63.

(2) المرجع السابق، ص 23.

### ج- معامل الارتباط بين أصول المحفظة:

\* من حيث نوع الارتباط: فقد يكون موجباً كما يحدث بين أسعار الأسهم وأسعار العقار، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الـوول ستريت، عندما أدى الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات.

\* من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط: تتراوح بين  $1+$  و  $1-$ ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الارتباط و قوة معاملته. ففي حالة الارتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الارتباط بين عوائد الأصول، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الارتباط موجبا وقويا، لأن عملية التنويع ما هي إلا تكرار لأصل من الأصول، على العكس، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما، فالتنويع يكون موجبا ومفيداً في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم وفي اتجاهات متعاكسة.

### 5/ تعريف صناديق الاستثمار

تُعرّف صناديق الاستثمار بأنها أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظلّ محدودية موارده المتاحة، ووفقاً لهذا التعريف يشتمل الصندوق الاستثماري على مجموعة من الأوراق المالية تُختار وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق أهداف

الصندوق الاستثمارية، علاوة على تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للاستثمار. (1)

تتجنب استثمارات الصناديق القيود التي تقع عادةً على استثمارات الأفراد، فيتحقق لها مزيد من القدرة على التنويع، وانخفاض في تكاليف بيع وشراء الأسهم. وتتكوّن أرباح الصناديق الاستثمارية عادةً من الأرباح الرأسمالية، أي الأرباح الناتجة عن تحسن أو تغير أسعار الأوراق المالية المستثمر بها إضافة إلى أرباح التوزيعات، إن وجدت، للأوراق المالية. وقد يتعرض الصندوق للخسارة وذلك في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لأصول الصندوق. (2)

## 6/ مزايا إدارة صناديق الاستثمار

أ. الإدارة المتخصصة: إنّ الميزة الأساسية للاستثمار في الصندوق هي الاستفادة من خبرة ومعرفة مدير الصندوق في اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية. (3)

ويستوجب الاستثمار المباشر في الأوراق المالية التحليل والدراسة والإلمام بمُحدّدات الربح والخسارة والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية، ولا تتوفر هذه المهارات إلّا لدى شريحة محدودة من المستثمرين. لذا تمنح صناديق الاستثمار المُستثمرين غير الملمين بمهارات التحليل المالي فرصة الاستفادة من معرفة ومهنية المختصين بالاستثمار في إدارة الأوراق المالية، وتتسم طبيعة عمل مديري

---

(1) فريد أورتل، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

سطينف 2000م، ص 13.

(2) المرجع السابق، ص 14.

(3) نايف علي عبيد، العولمة والعرب، مجلة المستقبل العربي العدد 221

الاستثمار بتفرغهم التام لمتابعة تطورات السوق والاقتصاد لحظة بلحظة وبراعتهم

في فهم المعطيات واستنتاج العواقب. (1)

ب. تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطر: الاستثمار في الصناديق يتيح للمستثمر الفرد

إمكانية تنويع استثماراته بتكلفة أقل نسبياً من الاستثمار والتنويع المباشر، مما

يعطيه فرصة أكبر لتقليل مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأوراق المالية التي

يمتلكها الصندوق. وتتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين إمكانية تنويع وتوزيع

الاستثمارات بطريقة منهجية عبر نطاق أوسع من الأصول والمناطق الجغرافية

والصناعات للتقليل من مخاطر تركيز الأصول والاستفادة من تباين عوائدها. (2)

وتتقسم صناديق الاستثمار عادة إلى نوعين هما:

عند تأسيس أيّ صندوق يحدد مدير الصندوق هيكله رأس مال الصندوق، أي

المبالغ التي سيقوم الصندوق بجمعها واستثمارها. الصناديق ذات النهاية المفتوحة هي

صناديق استثمارية مرنة من حيث رأس المال المستثمر فقد يزيد أو ينخفض متأثراً

بعدد الوحدات المُصدرة التي تمثل نسبة مساهمة المستثمرين في الصندوق

ويمكن استعادة المستثمر لقيمة استثماره فيها متى ما أراد، وهذا النوع هو الأكثر

شيوفاً في الأسواق المالية ومنها المملكة. أما الصناديق ذات النهاية المغلقة، فتتسم

بثبات رأس المال المستثمر، فعدد وحداتها ثابت ولا يتغير وطريقة التخارج من

الصندوق لا تكون عن طريق استرداد الوحدات بل عن طريق بيع الوحدات لمستثمر

آخر، أو بانتهاء مدة الصندوق. (3)

(1) عيد المعطي رضا أرضيد، د. حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن 1999، ص38.

(2) المرجع السابق، ص 38.

(3) محمد مطر : إدارة الاستثمارات، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الأردن.



ومع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية في نهاية الثمانينيات وتحديداً في عام 1989م، ظهرت لأول مرة صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) التي تجمع بين مرونة الصناديق مفتوحة النهاية من حيث رأس المال والسيولة العالية التي تتسم بها الصناديق ذات النهاية المغلقة. وظهرت هذه الصناديق من خلال الأسواق الكندية ثم تبعتها الأسواق الأمريكية في عام 1993م، ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق تنمو بوتيرة سريعة.<sup>(1)</sup>

## 7/ مزايا صناديق المؤشرات المتداولة:

### أ- الشفافية

لما كانت صناديق المؤشرات المتداولة تتبع مؤشرات سوقية فإنّ من السهل التعرف على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الاستثمارات، ويلتزم مصدرو هذه الصناديق نشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها،<sup>(2)</sup> كذلك تمتاز هذه الصناديق بالتقييم المستمر من مدير الصندوق خلال فترات التداول لقيمة الوحدة أو ما يُعرف بالقيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة (iNAV)، إضافة إلى تقييم نهاية اليوم أو ما يعرف بصافي قيمة الأصول (NAV).

### ب- المرونة

نظراً إلى إدراجها في السوق، تتميز وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بسهولة التعامل معها إذ يستطيع المستثمر شراء الوحدات أو بيعها مباشرة عن طريق السوق وبشكل فوري وبنفس طريقة شراء الأسهم. كذلك بوسع المستثمر الشراء بأيّ

(1) إسماعيل محمود إسماعيل، دور القوائم المالية المعدة وفق (IFRS) في توجيه الاستثمارات، (القاهرة: جامعة

عين شمس، كلية التجارة، مجلة الفكر المحاسبي، العدد1، يونيو2008م)، ص12

(2) امين السيد احمد لطفي، الاصول المنهجية الحديثة لدراسات الجدوي المالية للاستثمار- منهج التخطيط

والرقابة علي اقتصاديات المشروعات الاستثمارية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1998م)، ص3-6

من صناديق المؤشرات المتداولة بغض النظر عن المصدر بعكس الصناديق المشتركة التي يتطلب الاستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة. وعلاوة على ذلك لا يوجد حد أدنى للاشتراك في صناديق المؤشرات المتداولة.<sup>(1)</sup>

### ج- التكلفة

يتميز الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة بشكل أساسي بقلّة حجم التكاليف وذلك لأنّ الرسوم الإدارية منخفضة، والسبب هو أسلوب الاستثمار الذي يُعد استثماراً غير نشيط لا يستدعي اتخاذ قرارات في اختيار الأسهم، وإنما يتبع الصندوق مؤشراً معيناً. إضافة إلى ذلك يتحمل المستثمر تكاليف تداول وحدات هذه الصناديق وهي عمولات البيع والشراء مقارنة برسوم الاشتراك والاسترداد، إن وجدت، للصناديق الأخرى.<sup>(2)</sup>

كذلك يلتزم المصدر لهذه الصناديق المصاريف المفصّل عنها في مذكرة الشروط والأحكام. ولتسهيل تداول وحدات صناديق المؤشرات المتداولة يعين مدير الصندوق صانع سوق للصندوق. وصانع السوق هو جهة مرخصة من هيئة السوق المالية وظيفته توفير السيولة في سوق صناديق المؤشرات المتداولة بحيث تتوافر أوامر مستمرة للبيع والشراء، فيستطيع المستثمر في أيّ وقت بيع الوحدات أو شراءها.<sup>(3)</sup>

(1) مروان شموط، د.كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م)، ص135 .

(2) المرجع السابق، ص 136.

(3) Ray H Garrison & Other, Managerial Accounting, 12.ed., (N.Y:MC Graw- Hill, 2008) p.629.

## 8/ أهداف صناديق الاستثمار

تضع صناديقُ الاستثمارُ جملةً من الأهداف التي تُلبي مُتطلبات المستثمرين، وتتناسب مع مستويات المخاطر المقبولة لديهم، وبناءً على الأهداف المحددة للصندوق يتبع مدير الصندوق سياسة وإستراتيجية استثمارية معينة ترمي إلى تحقيق هذه الأهداف، لذا تختلف الأوراق المالية التي تُشكل أصول هذه الصناديق باختلاف أهدافها. (1)

فعلى سبيل المثال، عندما يكون تحقيق دخل ثابت هو الهدف من الصندوق الاستثماري يضع مدير الصندوق السياسات والاستراتيجيات الاستثمارية التي من شأنها تحديد الأوراق المالية التي ستشكل أصول الصندوق لتحقيق هذه الأهداف، وبناءً على ذلك، يُمكن بشكل عام تصنيف أهداف الصناديق الاستثمارية على النحو التالي: (2)

1. الاستثمار للمحافظة على رأس المال.

2. الاستثمار لتحقيق دخل.

3. الاستثمار لتحقيق دخل ونمو.

4. الاستثمار لتحقيق النمو.

5. الاستثمار لتحقيق النمو العالي.

## 9- أساليب إدارة الصناديق

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى صار يديرها مديرون مُحترفون لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداءً متميزاً. وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق؛ أحدهما يُعرف

(1) محمد إسلام البروراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (بيروت: دار الفكر للطباعة والنشر، ط1، 2002م)، صص 32-34.

(2) عبد الفضيل محمد احمد، دليل المستثمر إلي بورصات الأوراق المالية، (عين شمس: دار جامعة عين شمس، ط1، 2000م)، صص 23.

بأسلوب «الإدارة غير النشيطة أو السلبية» ويُعرفُ الآخر بأسلوب «الإدارة النشيطة

أو الإيجابية»، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي: (1)

أ. أسلوب الإدارة غير النشيطة: توزّع وفقه المبالغ المالية المُستثمرة في الصندوق على عددٍ كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق وذلك محاكاةً لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي أو أيّ مؤشر آخر مبتكر، كالاستثمار مثلاً في أسهم مؤشر الصناعة، مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الشركات الصناعية بحيث تكون نسب الأسهم في محفظة الصندوق مطابقة إلى حد ما لنسب الأسهم في المؤشر، وتُعدّ الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يحاول فيها مدير الصندوق أن يتجاوز أداء الصندوق أداء المؤشر المعني، ولهذا السبب، يتميز هذا الأسلوب من الإدارة بشكل عام بانخفاض تكاليف الرسوم الإدارية التي يقتطعها مدير الصندوق مقابل أتعابه. (2)

ب. أسلوب الإدارة النشيطة أو الإيجابية: يقوم على أساس توظيف مهارات مدير الصندوق في التأثير الإيجابي في أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق. ويحاول مديرو الصناديق التنبؤ باتجاهات الأسواق وتغيير نسب تملكهم وفقاً لذلك. لذا يغيّر مديرو الصناديق وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق تغييراً متواصلاً مما يحتم إعادة تشكيل الأسهم أو القطاعات أو تغيير نسب التملك فيها، وذلك بحسب استقراءهم لمستقبل

---

(1) حسين، مجيد علي حسن، التحليل الاقتصادي الكلي، (عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004م)، ص 18 .

(2) احمد سعد عبد الطيف، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998م، ص 11.

المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق، وهذا ما يفسر الارتفاع النسبي لتكاليف الإدارة في الصناديق التي تتبع هذا الأسلوب.

## 10- قياس أداء صناديق الاستثمار

يُعدّ معيار صافي قيمة الأصول الأساس الذي يُبنى عليه تقويم أداء الصندوق الاستثماري. ويتكون صافي قيمة الأصول من إجماليّ الأصول مخصوماً منه إجماليّ الخصوم للصندوق، وبشكل أكثر تفصيلاً: هو القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المملوكة مضافاً إليها أيّ مستحقات للصندوق قيد التحصيل وأيّ مبالغ نقدية أخرى بعد خصم أيّ التزامات على الصندوق، ويُحسب سعر الوحدة بقسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات المصدرّة. (1)

صافي قيمة الأصول = القيمة السوقية للأوراق المالية + مستحقات للصندوق قيد التحصيل + النقد - مصروفات أو التزامات على الصندوق يُقاس عائد الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين سعر الوحدة للصندوق الاستثماري في بداية ونهاية مدة الاستثمار على النحو التالي:

بقيمة 500 ريالاً للوحدة في بداية مدة الاستثمار، وباع هذه الوحدات بقيمة 580 ريالاً للوحدة في نهاية المدة، يكون عائد الاستثمار للفترة الاستثمارية في الصندوق:

وكلما زادت قيمة الوحدة للصندوق الاستثماري زاد عائد الاستثمار في هذا الصندوق. ويتأثر أداء الصناديق الاستثمارية مثل غيرها من الأدوات الاستثمارية بعوامل مختلفة تبعاً لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها، مما ينعكس على أداء

(1) د. دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2007م)، ص 252-253.

الصندوق إجمالاً وقيمة وحداته. المنشورة في سوق الأوراق المالية المطروحة على مجموعة المشترين المتعاملين في بيع وشراء الأسهم والسندات (الأوراق المالية).<sup>(1)</sup> ويجتهد المديرون والعاملون في هذه الصناديق لتحقيق أعلى معدلات نمو ممكنة، وأفضل أداء من خلال محاولة التعرف على هذه العوامل، وتوظيف مهنتهم وقدراتهم في تطويرها لتحسين أداء هذه الصناديق، ويتباين أداء الصناديق تبعاً لمقدرة المديرين على التعرف على هذه العوامل، ولذا تتنافس الصناديق الاستثمارية في استقطاب الأشخاص الأكثر خبرة ومهنية في معرفة هذه العوامل والإحاطة بها.<sup>(2)</sup> وبعد حساب عائد الاستثمار إلى الصندوق يمكن تقويم هذا العائد من جوانب مختلفة، فقد يكون بشكل مطلق أي تقويم العائد الذي حققه الصندوق في فترة معينة دون المقارنة بعوائد الأدوات المالية الأخرى أو المؤشر العام أو مؤشر القطاعات، إضافة إلى تقويم العائد بشكل نسبي من خلال المقارنة، أو تقويم العائد بعد أخذ مستوى المخاطر الكامنة في الاعتبار.

كيف تختار بين الصناديق الاستثمارية المطروحة لاختيار الصندوق الاستثماري المناسب يجب على المستثمر مراجعة المعايير الكمية التي تتعلق بألعاب الصندوق وأدائه ومخاطرته إضافة إلى مقاييس العائد على المخاطر. علاوة على ذلك يتعين مراجعة المعايير النوعية لما لها من أهمية في تحقيق أفضل المعايير الكمية، ومن أهم المعايير النوعية على سبيل المثال لا الحصر: الفريق الإداري، والإستراتيجية الاستثمارية، وحجم الصندوق، وأعضاء مجلس إدارة الصندوق.<sup>(3)</sup>

---

(1) د.الهادي ادم محمد، نظرية المحاسبة، ط7، (الخرطوم: شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، 2014م)، ص202

(2) د.عبد الغفار علي حنفي، د. رسمية زكي قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2011م)، ص37.

(3) د.عبد الغفار علي حنفي، د. رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص38.

طريقة شراء أو بيع وحدات صناديق الاستثمار الصناديق الاستثمارية التقليدية:  
لا تختلف صناديق الاستثمار كثيراً عن غيرها من الأدوات الاستثمارية في طريقة بيع  
وشراء وحداتها، إذ يبدأ المُستثمر أولاً بتحديد أهدافه الاستثمارية، ثم يختار صندوقاً  
استثمارياً يتناسب مع أهدافه، ثم يفتح المُستثمر حساباً استثمارياً لدى الشركة المالية  
المصدرة لهذا الصندوق، ويملأ النماذج المتعلقة بالاشتراك بما في ذلك تحديد عدد  
الوحدات المطلوبة للشراء أو البيع.<sup>(1)</sup>

وعند الرغبة في الاشتراك في الصناديق الاستثمارية، يُنصح بمراعاة الجوانب  
التالية:

1. لكل صندوق استثماري أيام محددة للتقويم، وكذلك للدخول أو الخروج منه.
2. يكون شراء الوحدة في الصندوق بناءً على سعر الوحدة التالي مباشرة لتقديم طلب  
الشراء.
3. هناك رسوم اشتراك في الصندوق، تختلف من صندوق لآخر، وربما تتباين أيضاً  
بحسب المبالغ المُستثمرة.
4. هناك حدود دنيا للاشتراك أو السحب أو الإضافة تختلف من صندوق لآخر.
5. مدة السداد عند السحب تختلف بين الصناديق.

صناديق المؤشرات المتداولة: تخضع صناديق المؤشرات المتداولة لنفس قواعد  
التداول الخاصة بسوق الأسهم فيما يخص فترات التداول وأنواع الأوامر. ويتم شراء  
الوحدات وبيعها عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول، أما الحد  
الأدنى لشراء الوحدات عن طريق السوق المالية فهو وحدة واحدة، ولا تخضع

---

(1) هو يشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، (الأردن: دار صفاء للطباعة والنشر، 2003م)، ص  
18-19.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 6-7.

الصناديق الاستثمارية المتداولة لحدود تملك معينة كما في الأسهم. ويتحمل المشتري عمولة بيع وشراء الوحدات في سوق صناديق المؤشرات المتداولة. (1)

قراءة مذكرة شروط وأحكام الصندوق يلتزم مدير الصندوق توفير مذكرة شروط وأحكام خاصة بكل صندوق تحتوي على معلومات تفصيلية تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الصائب في الاختيار والاستثمار في الصندوق الذي يحقق أهدافه الاستثمارية.

وتشتمل مذكرة شروط وأحكام الصندوق على: (2)

1. الأهداف والسياسات المخطط لإتباعها من قبل مدير الصندوق في استثمار أموال المشتركين.
2. المخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها استثمارات الصندوق.
3. الرسوم والمصاريف المعتمدة.
4. مجلس إدارة الصندوق.
5. مراجع الحسابات المعتمد من مجلس إدارة الصندوق.
6. أسماء أعضاء اللجنة الشرعية والمقابل المادي لاستشارتهم في حال كون الصندوق يعمل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.
7. شروط الاشتراك والاسترداد التي تحدد فترة الاشتراك والاسترداد المسموح بها والمبالغ الدنيا للاشتراك أو الاسترداد.
8. أيام التقويم لأصول الصندوق وأيام شراء الوحدات أو استردادها.

---

(2) طه حسين يوسف عبيد، اثر جودة المعلومات المحاسبية علي قرارات المستثمر في ظل مخاطر السوق المالية، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة في المحاسبة، 2011م)، ص ص 111-112 .

(1) Bruno Solnik, **CiestionFinanciere de lentreprise**, Seme edition. Nathon, (1) paris,1997.p.103.



9. المؤشر: يقارن مدير الصندوق أداء الصندوق بأداء مؤشر معين يحدّد عند إنشاء الصندوق، ويختار مدير الصندوق المؤشر بناءً على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية نوع الأدوات المالية المستثمر فيها. المعلومات المتعلقة بصناديق الاستثمار تتوافر معلومات مختلفة عن صناديق الاستثمار من مصادر متعددة، وتختلف هذه المعلومات بحسب طبيعتها، فمدير الصندوق يحرص على إبراز الصورة الإجمالية للصندوق من خلال نشرات مختلفة تتضمن معلومات وافية وتحتوي في الغالب على ما يلي:

1. معلومات عامة عن الصندوق مثل تاريخ الإنشاء، وعملة الصندوق، وسعر الوحدة عند التأسيس، وسعرها الحالي، ورسوم الاشتراك، ومواعيد الاشتراك، والحد الأدنى للسحب أو الإضافة، ومدة السداد عند السحب وما إلى ذلك.

2. معلومات عن مدير الصندوق، وطبيعة الصندوق وهدفه، وسجل أدائه التاريخي، وتوزيع أصوله، وبعض الإحصاءات عن عوائده ومخاطره، وغير ذلك من المعلومات التي تختلف فيما بين الصناديق وتتباين بحسب طبيعتها وما يجب أن يعرفه المستثمر عنها.

أما المعلومات الخاصة بأسعار الوحدات للصناديق فيمكن متابعتها من خلال عدد من المصادر منها: (1)

1. موقع «تداول» الإلكتروني أو منشوراته
2. موقع الشركة (الشخص المرخص له من هيئة السوق المالية) مدير الصندوق أو منشوراته.
3. الصحف والمجلات وباقي المطبوعات الاقتصادية.

قراءة مذكرة شروط وأحكام الصندوق يلتزم مدير الصندوق توفير مذكرة شروط وأحكام خاصة بكل صندوق تحتوي على معلومات تفصيلية تساعد المستثمر على

---

(1) www.tadawul.com.sa

اتخاذ القرار الصائب في الاختيار والاستثمار في الصندوق الذي يحقق أهدافه الاستثمارية.

وتشتمل مذكرة شروط وأحكام الصندوق على:

1. الأهداف والسياسات المخطط لإتباعها من قبل مدير الصندوق في استثمار أموال المشتركين.
2. المخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها استثمارات الصندوق.
3. الرسوم والمصاريف المعتمدة.
4. مجلس إدارة الصندوق.
5. مراجع الحسابات المعتمد من مجلس إدارة الصندوق.
6. أسماء أعضاء اللجنة الشرعية والمقابل المادي لاستشارتهم في حال كون الصندوق يعمل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.
7. شروط الاشتراك والاسترداد التي تحدد فترة الاشتراك والاسترداد المسموح بها والمبالغ الدنيا للاشتراك أو الاسترداد.
8. أيام التقويم لأصول الصندوق وأيام شراء الوحدات أو استردادها.
9. المؤشر: يقارن مدير الصندوق أداء الصندوق بأداء مؤشر معين يحدّد عند إنشاء الصندوق، ويختار مدير الصندوق المؤشر بناءً على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية نوع الأدوات المالية المستثمر فيها. (1)

#### 11/ أهداف صناديق الاستثمار

تضع صناديق الاستثمار جملةً من الأهداف التي تُلبي مُتطلبات المستثمرين، وتتناسب مع مستويات المخاطر المقبولة لديهم، وبناءً على الأهداف المحددة للصندوق يتبع مدير الصندوق سياسة وإستراتيجية استثمارية معينة ترمي إلى تحقيق هذه الأهداف، لذا تختلف الأوراق المالية التي تُشكل أصول هذه الصناديق باختلاف أهدافها.

(1) د.حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص45-48.

فعلى سبيل المثال، عندما يكون تحقيق دخل ثابت هو الهدف من الصندوق الاستثمار يضع مدير الصندوق السياسات والاستراتيجيات الاستثمارية التي من شأنها تحديد الأوراق المالية التي ستشكل أصول الصندوق لتحقيق هذه الأهداف، وبناءً على ذلك، يمكن بشكل عام تصنيف أهداف الصناديق الاستثمارية على النحو التالي: (1)

1. الاستثمار للمحافظة على رأس المال.

2. الاستثمار لتحقيق دخل.

3. الاستثمار لتحقيق دخل ونمو.

4. الاستثمار لتحقيق النمو.

5. الاستثمار لتحقيق النمو العالي.

## 12/ أهداف صناديق الاستثمار:

1. -تحقيق عائد على الأموال المستثمرة لصالح المستثمرين أعلى من الممكن تحقيقه على الأموال المودعة في البنوك.

2. المساهمة في تنشيط عملية الخصخصة، فمن خلال صناديق الاستثمار يمكن خلق طلب فعال ونشط وبحجم كبير على أسهم الشركات قيد الخصخصة.

3. جذب الأموال الأجنبية للاستثمار في الأسهم الوطنية بطريقة غير مباشرة ودون أن تتمكن رؤوس الأموال هذه من السيطرة والتحكم في الاقتصاد القومي.

4. تنويع مجالات الاستثمار.

5. خلق إدارات متخصصة في الاستثمار حفاظاً على حقوق المساهمين والمستثمرين ولزيادة الثقة في هذا المجال من الاستثمار الحيوي.

6. تشجيع صغار المستثمرين للتعامل في البورصة.

7. تجميع مدخرات المواطنين وتوجيهها لخدمة الاقتصاد القومي.

8. تعزيز فرص الاستثمار في الأوراق المالية.

---

(1) ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية، (القاهرة: ايتراك للنشر والتوزيع، 2002م)، ص15.

9. تحقيق نمو رأسمالي مطرد لصالح المستثمر عبر فترات مالية متتالية. (1)

### 13/ السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار

يخضع نظام استثمار الصناديق في الأوراق المالية إلى مقاييس محددة وعلى مدير الصندوق أن يلتزم بالتقيد التام بهذه السياسة الاستثمارية المعلنة في نشرة الإصدار والمقاييس هي:

1. تحديد مصير الأرباح، هل سيتم توزيعها أم إعادة استثمارها.
2. تحديد نسبة السيولة التي يجب الاحتفاظ بها لدى الصندوق.
3. تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية من أصل مجموع استثمارات الصندوق.
4. تحديد الشروط الواجب توافرها في المجالات التي سيتم الاستثمار فيها.
5. تحديد النسبة المئوية لكل قطاع من القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها.
6. تحديد القطاعات التي سيتم استثمار وحدات الحساب فيه.

### 14/ أنواع صناديق الاستثمار من حيث رأس المال:

1. صناديق الاستثمار ذات رأس المال المفتوح: سمي بالمفتوح كونه رأس ماله ثابت أو محدد بل يزداد بزيادة بيع وحداته الاستثمارية ويقل عند استرداد بعض من هذه الوحدات، ويتبع الزيادة أو النقص في رأس مال هذه الصناديق زيادة أو نقص مماثل في قيمة محفظة الأوراق المالية في هذا الصندوق، ومدة صندوق الاستثمار المفتوح محدد بأجل ويجدد بموافقة مالكي الوحدات وبالنسبة التي تحددها الجهات المختصة. يتم استرداد وحدات الصندوق من خلال مدير الصندوق أو وكلائه ويتم تقييم قيمة الوحدة من قبل الجهات المختصة المعتمدة من الجهات الرسمية والإعلان عنها في مواعيدها الدورية المتفق عليها حتى يتم بيع أو استرداد

---

(1) د.حامد العربي الحضيرى، تقييم الاستثمارات، (القاهرة: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 2000م)،

الوحدات بناء على ذلك. (1) تتقاضى الجهات المسؤولة عن تقييم الوحدات رسوما محددة. وعلى الصندوق المفتوح مراعاة أن تكون جميع استثماراته ذات سيولة عالية وكافية لتسديد التزاماته وأن يحتفظ بنسبة مقبولة من أصل موجوداته على شكل سيولة نقدية، يتم تحديد الحد الأدنى من نسبة السيولة النقدية الواجب على الصندوق المفتوح المحافظة عليها وكيفية احتسابها. يتم استرداد قيمة وحدات الصندوق بعد خصم رسم استرداد بنسبة معينة يحددها القانون أو نشرة الإصدار ويكون لصالح الصندوق. (2)

2. صناديق الاستثمار ذات رأس المال المغلق: سمي بالمغلق لأن ذات رأس ماله محدد الحجم والقيمة مسبقا ولا يخضع للزيادة أو النقصان، يتم تداول وحدات الصندوق المغلق من خلال بورصة الأوراق المالية. يتم تقييم قيمة وحدة الصندوق من قبل الجهات المختصة المعتمدة من الجهات الرسمية والإعلان عنها في مواعيدها الدورية المحددة حيث يتم تداول الوحدات على أساسها. لا تسترد قيمة وحدات الصندوق إلا في الموعد المحدد في نشرة الإصدار.

#### 15/ صناديق الاستثمار من حيث السياسة الاستثمارية:

أ- صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت: تقتصر استثمارات هذه الصناديق على السندات وأذونات الخزينة والودائع لدى البنوك والتي تضمن بها عوائد ثابتة محددة بعيدا عن أية مخاطر استثمارية.

ب- صناديق الاستثمار في الأسهم ذات الآجال القصيرة: تستثمر هذه الصناديق رأسمالها في الأسهم ويتم تبديلها بشكل دائم حسب تقلبات السوق وتوقعات مدير الاستثمار، ويعتبر هذا الصندوق مرتفع العائد والمخاطر أيضا، وقد تشكل السندات جزءا من محفظة الصندوق.

(1) د. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (عمان: دار الفكر، 2010م)، ص 161.

(2) محمد ادم بوحاقي، أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية، (تونس: صفاقص، 2001م)، ص 59.

ج-صناديق الاستثمار في الأسهم ذات الآجال الطويلة: يعتمد على شراء أسهم الشركات المساهمة المتداولة في البورصة لغايات الاستثمار طويل الآجل والحصول على الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة الحاصلة على القيمة لهذه الأسهم وكذلك الأرباح الموزعة في نهاية الفترة المالية.

د-صناديق الاستثمار المتنوعة: تحوي محفظة هذا الصندوق أسهما قصيرة وطويلة الآجل وكذلك السندات معاً.<sup>(1)</sup>

هـ-صناديق الاستثمار التي لا تتعامل بالفائدة: وتركز هذه الصناديق على الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية والتجارية والخدمية والعقارية التي لا تتعامل أساساً بالفائدة.<sup>(2)</sup>

و-الصناديق ذات رأس المال المضمون: تحدد سياسة هذا الصندوق في الاستثمار حسب نشرة الإصدار فقد يكون أحد أنواع الصناديق السابقة ولكن يتميز عنها ويختلف بأنه يضمن مؤسس ومدير الصندوق لمالك وحدات الاستثمار أن يسترد رأس ماله المدفوع في الوحدة أو القيمة السوقية لها أيهما أعلى في حال احتفاظ حامل الوحدة لها لمدة محددة، أما إذا قام ببيعها أو استردادها فإنها تكون على أساس صافي قيمة الأصول في يوم الاسترداد.

ز- صناديق المؤشر: هذا النوع من الصندوق يستثمر في مجموعة من الأسهم التي يحتويها مؤشر البورصة.<sup>(3)</sup>

---

(2) حمد الحسن محمد احمد الخليفة، تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية بالإشارة إلى تجربة السودان، مجلة المصرفي، العدد 371، 2005م، ص33.

(2) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، (القاهرة: عالم الكتب، 2003م)، ص5 .

(3) محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، صص32-34 .

## المبحث الثاني: مفهوم الصناديق الاستثمارية

ترجع نشأة صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر في هولندا، ومنها انتقلت إلى فرنسا ومن ثم إلى بريطانيا، والتي كانت آنذاك في مقدمة الدول الصناعية. وظهرت صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة في نهاية الثلاثينيات من القرن الماضي، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها ونشأتها وإدارتها في العام 1940، والذي عُرف حينئذ بقانون شركات الاستثمار، وقد تطورت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة في أعقاب الحرب العالمية الثانية. كما تطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها وتتنوع وظائفها، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.

وتكمن أهمية صناديق الاستثمار، وخصوصاً في الدول النامية، في أنها توفر للمستثمر ذي المدخرات المحدودة فرصة استثمارية جيدة، وذلك لعدم إمكانية استثماره في الأوراق المالية نظراً لعدم كفاية مدخراته لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، والتي من شأنها المساهمة في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها، وعليه يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه. ومع ذلك فقد لا تعتبر محدودية الموارد سبباً للإحجام عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، ولكن هناك من لديه تلك الموارد ونظراً لعدم توافر الخبرة والمعرفة اللازمتين لإدارة مثل هذه التشكيلة أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم<sup>(1)</sup>. وعليه وتلبية لاحتياجات هؤلاء المستثمرين ظهرت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، أو ما يطلق عليه المحافظ العامة

---

(1) Gitman, Lawrence J. Fundamentals of Investing, 9thEd, 2005, Pearson p 56

أو صناديق الاستثمار بما يتلاءم مع ما لديهم من موارد مالية، ولذا فإنه هناك ضرورة لتوفير مثل هذه الأدوات، وذلك لأهميتها في تحريك وتنشيط السوق وإيجاد واستقطاب صغار المدخرين والمستثمرين، وأولئك الذين لا تتوفر لهم الخبرة اللازمة لاستثمار أموالهم في مشاريع استثمارية تعود على هؤلاء المستثمرين بالمنفعة والعائد المرضى بصفة خاصة وعلى الاقتصاد الوطني بصفة عامة ، ويمكنها أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

إن تطور الأسواق المالية يرتبط بمدى الإصلاحات الجذرية في المجال المالي، ومدى تبلور فلسفة اقتصادية واضحة تؤمن بأهمية دور القطاع الأهلي (الخاص) في عملية التنمية، وما يقتضيه ذلك من إتاحة الفرصة أمام هذا القطاع ليؤدي دوره في الحياة الاقتصادية؛ ولأن كفاءة الأسواق المالية تقاس في المقام الأول بمدى مقدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو أوجه التوظيف المختلفة، فإن مقتضى ذلك هو توفر مناخ استثماري مشجع ومطمئن قادر على اجتذاب واستيعاب الأموال المعروضة للاستثمار .

وعليه فإن هذا المبحث يهدف إلى محاولة تناول هذا الموضوع من خلال التعريف بماهية صناديق الاستثمار وأنواعها والدور المتوقع بالنسبة للاقتصاد وكذلك للمستثمرين، ودور المصارف في إنشاء صناديق الاستثمار، ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولذا قسم هذا المبحث إلى المحاور التالية:

#### أولاً: مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

صناديق الاستثمار من الأدوات الاستثمارية التي تعطي صاحب المال فرصة توظيف ماله في أسواق لا يستطيع بخبرته وتخصصه خوض غماره، وببساطة فإن فكرة صناديق الاستثمار تتمثل في قيام عدد معين من المستثمرين بتجميع مواردهم



المالية، وإدارتها بواسطة أشخاص أو مؤسسات مالية محترفة ومتخصصة لتحقيق ميزات لا يمكنهم تحقيقها بصورة منفردة، بالإضافة إلى أن تجميع الأموال في وعاء استثماري واحد يؤدي إلى تقليل المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر الفردي في الأسواق المالية.

ولا تختلف صناديق الاستثمار التي تنشأ في المصارف التجارية وشركات التأمين عن صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، فهي عبارة عن أموال يقدمها المستثمرون للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة ويشاركهم نسبة محددة من الأرباح.

ويمكن تلمس محاور تعريفات المختصين للصندوق الاستثماري في أنه: وعاء أو محفظة تجمع فيها الأموال من أكثر من طرف، مستفيدين من ميزات التنوع وتقليل المخاطر، تدار هذه الأموال من قبل جهة مختصة، وتشرف عليها جهات إشرافية ورقابية، تجمع الاشتراكات الداخلة في الصندوق عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار<sup>(1)</sup>.

أو بعبارة أخرى: "هو الصندوق الذي يتم انشاؤه ويمارس أعماله وفقا لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، بهدف الاستثمار في محفظة أوراق مالية أو أصول مالية أخرى لتوفير الإدارة المهنية للاستثمارات الجماعية، وذلك بالنيابة عن حملة الأسهم أو الوحدات الاستثمارية في ذلك الصندوق"<sup>(2)</sup>.

(1) د. منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، صناديق الاستثمار، د. نزيه مبروك، ص 91

(2) [http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page\\_ID=2268](http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_ID=2268)

وإحدى أهم الأفكار التي قامت عليها صناديق الاستثمار هي<sup>(1)</sup>:

1. قيام جهة معينة (مصرف، أو شركة استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع معين، بحيث تبين الجدوى الاقتصادية في ذلك المجال.
2. قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.
3. تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.
4. بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكننين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية، سواء العالمية أو المحلية، وببساطة فإن فكرة صناديق الاستثمار تتمثل في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها بصورة منفردة، فهناك الخبرة التي يمتلكها مديرو الاستثمار، والتي تضمن تحقيق عوائد أعلى مما قد يحققه المستثمر لو قام بتشغيل أمواله بمفرده وفي أسواق لا يعرف عنها إلا القدر القليل. بالإضافة إلى أن

---

(1) عز الدين خوجة، صناديق الاستثمار، ص13.

تجميع الأموال في صندوق استثماري واحد يؤدي إلى تقليص العبء الإداري على المستثمرين، وكذلك إلى الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر الفردي في الأسواق المالية.

ولا تختلف صناديق الاستثمار التي تنشأ في المصارف التجارية وشركات التأمين عن صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، فهي عبارة عن أموال يقدمها المستثمرون للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة ويشاركهم نسبة محددة من الأرباح<sup>(1)</sup>

ونظراً للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثير في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، قامت بعض المصارف والمؤسسات المالية باستخدام هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطاتها بحيث أصبح دورها لا يقتصر على تكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها فقط بل تعدها ليشمل الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الاقتصادي، سواء كانت في المجال التجاري أو في مشروعات استثمارية عقارية، أو أنشطة أخرى. فالوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي تجميع مدخرات الأفراد والهيئات واستثمارها، فهي وعاء لتجميع المدخرات، وبالتالي لا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية كقبول الودائع أو الإقراض أو الضمان أو غيرها من الأعمال المصرفية<sup>(2)</sup> ومن ذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها "عقد

---

(1) ريم زوباري، التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخداماتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، 2008، أطروحة دكتوراه جامعة دمشق، ص 36.

(2) ريم زوباري، التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخداماتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، المرجع السابق، ص 37.

شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق (أسهم، صكوك، حصص، وحدات) رسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها... ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص<sup>(1)</sup>.

كما عرفها هندي (1993) بأنها "شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة." "

كما عُرِفَتْ بأنها " مؤسسات مالية ذات طبيعة خاصة وذات أغراض خاصة، تتمثل في تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره جهة أخرى ذات خبرة استثمارية واسعة مقابل عمولة معينة"<sup>(2)</sup>، ويعرفها<sup>(3)</sup> بأنها " أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (مصرف أو شركة استثمارات مثلاً) وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد، ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع." وبالمفهوم أعلاه يعتبر صندوق الاستثمار أداة مالي ، ولكن وبحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق يكون أداة استثمار مركبة، حيث يمارس صندوق الاستثمار المتاجرة عادة بالأوراق المالية بيعاً وشراء

---

(1) محمد مطر، محمد. إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005 ، دار وائل للنشر، ص 55.

(2) المرجع السابق، ص 56.

(3) هندي منير إبراهيم. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، 2001، ص 96..

ولكن بالمثل يمكن تكوين صناديق استثمار تمارس المتاجرة بالعقار، وأخرى تمارس المتاجرة بالسلع أو في العملات والتأجير ... الخ<sup>(1)</sup>

وعليه يمكن القول أن صناديق الاستثمار تهدف إلى تقديم الخدمات لفئتين من المستثمرين، أولهم تلك الفئة التي تملك رأس المال ولكن يصعب عليها إدارته بمفردها، والقيام باستثمار مدروس والتنبؤ بالأسعار والأرباح المستقبلية لهذه الاستثمارات. أما الفئة الثانية فهي تمثل أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من رؤوس الأموال للدخول في استثمارات كبيرة مضمونة نسبياً ذات مخاطرة أقل، ولذلك فهم يتجهون إلى هذه الصناديق لتوجيه أموالهم في استثمارات مناسبة تحقق لهم أهدافهم في الحصول على ربح مناسب<sup>(2)</sup>

ويمكن تلخيص الفكرة الأساسية لصناديق الاستثمار فيما يلي<sup>(3)</sup>

قيام جهة معينة (مصرف، أو شركة استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع معين، بحيث تبين الجدوى الاقتصادية في ذلك المجال. قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق. بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال

---

(1) هندي، منير إبراهيم. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 97.

(2) هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالإسكندرية. 2007، ص 69.

(3) المرجع السابق، ص 70.

المكتبتين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

#### ثانياً: الخصائص العامة لصناديق الاستثمار:

قد يكون من المفيد قبل أن نحدد الخصائص العامة لصناديق الاستثمار أن نميز بينها وبين المؤسسات المالية الأخرى، مثل شركات الاستثمار ومصارف الاستثمار . فشركات الاستثمار تتفق مع صناديق الاستثمار في كون كل منهما يعمل على تجميع أموال المستثمرين ثم استثمارها في محفظة للأوراق المالية، كما أن كلا منهما يقوم بعملية الانتقاء الفني للمحفظة وإدارتها. أما الفرق الرئيسي بينهما فيكون شركات الاستثمار تتخذ شكل الشركات المساهمة تحكمها وتنظمها قوانين الشركات المساهمة، في حين أن صناديق الاستثمار تبنى على فكرة التعاقدية التي تتم من الأطراف المعنية، والتي قد تكون في شكل عقد استثمار أو عقد وكالة.<sup>(1)</sup>

وتختلف صناديق الاستثمار عن مصارف الاستثمار في كون الغرض الرئيسي لمصارف الاستثمار هو القيام بعملية الوساطة بين الشركات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، وبيعها وتوزيعها بالجملة والقطاعي، بالإضافة إلى تقديم المشورة الفنية لكل منهما.

---

(1) هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق. ص 71.

## الفصل الثاني

### تصنيف وأنواع صناديق الاستثمار

المبحث الأول: أهداف وتصنيف صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

## المبحث الأول: أهداف وتصنيف صناديق الاستثمار

### أولاً: نظرة تاريخية إلى صناديق الاستثمار

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى الربع الأول من القرن التاسع عشر في أوروبا وتحديداً هولندا في العام 1822م، تلتها إنجلترا في عام 1870م مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت

على عالم الاقتصاد والمال حتى وصلت إلى شكل يقارب ما هي عليه الآن. وقد تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حالياً في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924م حينما أنشئ أول صندوق في بوسطن باسم

Massachusetts Investment Trust على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية. واستمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها، ولاسيما بعد الحرب العالمية الثانية، حتى وصلت في عام 1966م إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي.

استمرت صناديق الاستثمار في التزايد السريع حتى وصل عددها الإجمالي في منتصف 2005م إلى نحو 56 ألف صندوق استثماري على مستوى العالم، وفاق صافي أصولها الاستثمارية 16.4 تريليون دولار أمريكي.

وعلى الصعيد العربي، كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979م، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية



عام 1993م، واستمرّت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة.

قد تصنف صناديق الاستثمار بحسب مجالات الاستثمار التي تتبعها لتحقيق أهدافها، وذلك على النحو التالي:

1. صناديق سوق النقد: هي صناديق تستثمر في سوق النقد، وتتسم بسيولتها العالية، وقصر آجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنةً بأنواع الصناديق الأخرى، ويترتب على ذلك انخفاض عوائدها نسبياً، وعلى الرغم من تصنيف صناديق سوق النقد بشكل عام منخفضة المخاطر، لا تُعدّ هذه الصناديق خاليةً من المخاطر؛ وذلك أنّ المبلغ المستثمر قد ينخفض أو يتذبذب بشكل كبير بسبب عدة عوامل.

2. صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت: هي صناديق تستثمر في أدوات الدين مثل الصكوك والسندات وغيرها التي تُصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية، أو أيّ جهة أخرى يحقّ لها إصدار أيّ نوع من أدوات الدين. وتتأثر أسعار أدوات الدين من صكوك وسندات بعوامل خطر متعددة، منها على سبيل المثال لا الحصر: معدل الفائدة، وتصنيف السند من شركات التصنيف، ومخاطر توقف الدفعات الدورية.<sup>(1)</sup>

3. صناديق الأسهم: هي صناديق تستثمر بصفة رئيسة في أسهم الشركات سواءً أكانت محلية أم دولية أم إقليمية. ويندرج ضمن صناديق الأسهم العديد من الأنواع بحسب أهداف الصندوق وفقاً لما يلي:

---

(1) - د. عبد المعطي رضا أرضيد، مرجع سابق، ص36

○ صناديق الدخل: تسعى إلى الحصول على دخل عن طريق الاستثمار بصورة أساسية في أسهم الشركات التي لها سجلّ متميز من عائدات التوزيعات.

○ صناديق أسهم النمو: تبحث عن تنمية رأس مالها عن طريق الاستثمار في الشركات المتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية بحيث يعتمد الصندوق في أدائه اعتماداً رئيساً على تحقق الأرباح الرأس مالية، ولا يُعدّ دخل التوزيعات عاملاً مهماً.

○ صناديق أسهم النمو والدخل: تسعى إلى تحقيق الربح عن طريق الجمع بين تنمية رأس المال وتحقيق دخل.

○ صناديق الأسهم الدولية: تسعى إلى الاستثمار في أسهم الشركات غير المحلية، وحصراً عملها في أسهم سوق دولة واحدة أو أكثر.

○ صناديق الأسهم العالمية: تستثمر أموالها في أسهم أسواق دول عدة من مختلف أرجاء العالم.

○ صناديق القطاعات: تستثمر في أسهم قطاع معيّن كالتعدين أو الزراعة أو البتر وكيمواويات أو العقار أو غيرها من الصناعات المحدّدة.

4. الصناديق المتوازنة: هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات، وتخصص جزءاً من استثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل.<sup>(1)</sup>

التصنيف الجغرافي لمجالات الاستثمار<sup>(2)</sup>

تتخصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية وأجنبية.

(1) - د. عبد المعطي رضا أرضيد، مرجع سابق، ص37.

(2) - د. عبد المعطي رضا أرضيد، د. حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن 1999، ص34.

1 - استثمارات محلية: ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياساً على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أوراق مالية... الخ.

2 - استثمارات أجنبية "خارجية": وتشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من خلال المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

ويمكن تعريفها بشكل آخر<sup>(1)</sup>: الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

نجد أن للاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا، كما أن لها عيوب أيضاً، ومن أهم مزاياها أن :

1 - توفر الاستثمارات الأجنبية مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع.

2 - تنوع الأدوات الاستثمارية تمنح المستثمر توزيع مخاطر الاستثمارات.

---

(1) - محمد مطر : إدارة الاستثمارات، مؤسسة الورلوق للنشر والتوزيع، الأردن، ص 123.

3 - تتميز مجالات الاستثمارات بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع

أدوات الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، الذهب وأسواق العقار.

4 - تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة إضافة إلى خبرات متخصصة من

المحللين الماليين.

5 - توفر العديد من الامتيازات تمنحها الدول المضيفة للاستثمارات الأجنبية منها

مثلاً: الإعفاءات والحوافز الجبائية.

لكن ومع المزايا المتعددة المشار إليها أعلاه، فإن لهذا الصنف من الاستثمارات

بعض الاعتبارات التي لا بدّ من مراعاتها من قبل المستثمرين، لعل من أهمها: ارتفاع

درجة المخاطرة المرتبطة باحتمالات تغير الظروف السياسية والأمنية خاصة في

الدول النامية إلى تغيرات معدلات التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار الصرف... الخ.

التصنيف النوعي لمجالات الاستثمار<sup>(1)</sup>

تصنف الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى :

#### 1 - استثمارات حقيقية أو اقتصادية :

يعتبر الاستثمار حقيقياً إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية،

ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه

منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة

المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة، والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع

الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية ومن أمثلة ذلك، المشاريع

الاقتصادية، العقارات، الذهب، السلع والخدمات... الخ، حيث أن الاستثمار في هذا

(1) - د. عبد المعطي رضا أرسيد، د. حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار

الزهران للنشر، الأردن 1999، ص34.

المجال يؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. ونجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها :

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة
- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً : تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين ... الخ.
- اختلاف درجة المخاطرة في الاستثمار الحقيقي من أصل لآخر مع الإشارة هنا إلى أن الأصول غير متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم. (1)

## 2 - الاستثمارات المالية:

وهي تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويتمثل هذا الأصل المالي حقا مالياً يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي عموماً لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للنتائج القومي، رغم التغير الحادث في أسعار هذه الأوراق، إلا إذا كان إصدار هذه الأسهم يهدف لتمويل عملية توسع لصالح مؤسسة معينة أو خلق مشروع جديد محتمل. فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية، وكما هو الحال

(1) قريط، عصام. أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد - 25 العدد الثاني -

في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا وعيوب، لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها، لكن المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطاباً لأموال المستثمرين أفراداً ومؤسسات. وسنتولى عرض هذه المزايا بالتفصيل في مكان لاحق.<sup>(1)</sup>

### ثالثاً: التصنيف حسب الهدف من الاستثمار

حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى استثمارات توسعية، استراتيجية واستثمارات في مجال البحث والتطوير.

**1 – استثمارات توسعية:** حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية والبيعية للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحديّة للمنتجات.<sup>(2)</sup>

**2 – استثمارات استراتيجية:** يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار استراتيجي معين.

### 3 – الاستثمار في مجال البحث والتطوير:

إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة ونجد أن هذا الاستثمار يهدف أساساً إلى تدنئة

---

<sup>(1)</sup>Ehrhardt, Michael C. Financial Management Theory & Practice, 10th Ed, 2002, South-Western

<sup>(2)</sup>Madura, Jeff. Financial Market & Institutions, 1992, West Publishing Company

التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وهذا عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق. (1)

يمكن الإشارة إلى أنه قد نجد أن استثمار معين يجمع بين عدة أنواع في نفس الوقت، كالاستثمارات التوسعية مثلا : فقد تؤدي أيضاً إلى تحقيق أغراض استراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

#### رابعاً: التصنيف حسب مدة الاستثمار

حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى :

##### 1 - استثمارات قصيرة الأجل (2) :

وهي الاستثمارات التي يتم إنجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبياً، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ونجد أن لهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أن الأكثر انتشاراً في الاستثمارات المالية، حيث نجد في هذا الصدد، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية القصيرة الأجل.

##### 2 - استثمارات متوسطة الأجل:

حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين (02) ولا تزيد عن سبع (07) سنوات ولهذه الاستثمارات عدة أشكال حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشاراً، مثل: مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات... الخ.

3 - استثمارات طويلة الأجل : نجد أن هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازها في مدة عموماً تفوق سبع (07) سنوات وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبياً كالمشاريع العقارية التي لا

(1) مطر، محمد .إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005 ، دار وائل للنشر .

(2) - عقيل جاسم : مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999، ص

تؤسس لغرض البيع : عقارات للكرءاء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلاً :

مبنى الإدارة، مبنى المخزن. . . الخ.

**خامساً: التصنيف حسب طبيعة الاستثمار**

حيث تصنف الاستثمارات في هذا النطاق إلى :

### **1 – الاستثمار المادي :**

حيث يعبر هذا الصنف عن موجودات المؤسسة من الأصول المادية الملموسة

: العقارات، الآلات والمعدات المستعملة في النشاط.

### **2 – الاستثمار البشري :**

ويصطلح على هذا الصنف من الاستثمار: رأس المال البشري، حيث يُعتبر

عملية توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع أو مؤسسة ما، نوعاً من الاستثمار،

باعتبار أن ما يقدمه هذا الشخص من خدمات لمصلحة المؤسسة يؤدي إلى زيادة

الإنتاجية وبالتالي الربحية. حيث يجب الإشارة إلى ضرورة مراعاة أن تكون القيمة

المضافة لهذا العامل أكبر من تكلفته على المؤسسة.



## المبحث الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

هناك اعتبارات عدة في تقسيم الصناديق الاستثمارية تقسمها المراجع الخاصة

من خلال هذا الموضوع:

أولاً: باعتبار الهيكل التمويلي: (1)

### 1- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته، ولهذه الصناديق المغلقة عادة هدف محدد ومدة محددة، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم، والحل الوحيد للتخلص منها هو بيعها في السوق. (2)

### 2- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها، وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد، كما يمكنه بيعها متى ما أراد بعد إخطار، حيث

---

(1) صناديق الاستثمار، د. منير هندي، ص33، صناديق الاستثمار، د. نزيه مبروك، ص97. الأسواق المالية، د. أشرف داوابة، ص113.

(2) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005، ص ص814-815.

أن إدارة هذه الصناديق تكون على استعداد لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا  
رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كلياً.<sup>(1)</sup>

ثانياً/ اعتبار الغرض من الاستثمار:

### 1-صناديق النمو

هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق،  
عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

### 2-صناديق الدخل

هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر، وعادة ما يعتمد  
المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك  
عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق اسهما وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم  
بالتوزيع للأرباح المتولدة.<sup>(2)</sup>

ثالثاً: اعتبار عنصر الأمان:

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر  
ميزة المحافظة على رأس ماله، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما  
وقعت ، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد  
المحقق رقما معيناً.

---

(1) حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة  
بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005،  
ص 09.

(2) عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة  
الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 858.

#### رابعاً: صناديق الاستثمار غير المضمونة

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فحسب، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه . وهناك أنواع أخرى مثل:

#### خامساً: صناديق الاستثمار في سوق النقد

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدوات الخزنة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية.<sup>(1)</sup>

#### سادساً: صناديق الاستثمار المتخصصة

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.

تاريخياً كانت بداية تنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر فيها أول صندوق استثماري عام 1822، تلتها إنجلترا في عام 1870. غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة حالياً تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 حينما أنشئ أول صندوق استثماري في بوسطن باسم Massachusetts Investment Trust على أيدي أساتذة في جامعة هارفارد الأمريكية. واستمرت الصناديق الاستثمارية بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها ولا سيما بعد الحرب العالمية الثانية،

---

(1) عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص45.

حتى وصلت عام 1966 إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار<sup>(1)</sup>.

**والخلاصة** في تعريف الصناديق وأنواعها أن الصناديق الاستثمارية عندما تطلق باعتبارها علماً معروفاً لدى المختصين تعني الاستثمار حصراً في عالم المال والبورصات والأسواق المالية تنمية وثماراً، وهذا ما يقصده المختصون.

لكن توسع المفهوم الخاص بالصناديق الاستثمارية فأصبح يطلق هذا المصطلح على كل وعاء استثماري تتمى فيه المدخرات والأموال في أي مجال يعود على الصندوق بعوائد مالية؛ سواء كان محل الاستثمار في الأصول أو السلع أو الخدمات...، ولم يعد يقتصر الأمر على الأوراق المالية فقط.

لكن لماذا تعد صناديق الاستثمار ملاذاً جديداً وجيداً في عالم المال الآن؟ ولماذا لم تكثف البنوك بالحسابات الاستثمارية التي تعطي عوائد للمودعين؟ الحقيقة أن للصناديق الاستثمارية مزايا جديدة لا تعطى الحسابات الاستثمارية ذات العوائد المحددة أو غير المحددة، ومن أهم تلك المزايا<sup>(2)</sup>:

1. تخفيض المخاطر من خلال التنويع.
2. الاستفادة من الإدارة المؤسسية الكفؤة.
3. إمكانية تسهيل الاستثمار بسهولة.
4. توفير وقت المستثمر في متابعة الاستثمار.

---

(1) د. أشرف داوابة، الأسواق المالية، دار صادر، بيروت، 1999م، ص110.

(2) د. منير هندي، صناديق الاستثمار، ص41، صناديق الاستثمار، د. نزيه مبروك، ص113.

## سابعاً: الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

الصناديق الاستثمارية الإسلامية أسلوب حديث نسبياً، فهو أسلوب ظهر بعد نشأة المصارف الإسلامية ذاتها، وإذا كانت المصرفية الإسلامية حديثة العهد فإن صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر حداثة.

والصناديق الاستثمارية الإسلامية كغيرها من بعض المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المعروفة جاءت بشكلها التنظيمي والفني للمالية الإسلامية من الغرب محملة بالربا وغيره من المحرمات في الفقه الإسلامي، ثم أخذ الباحثون والفقهاء يحذفون من هذه الصناديق ويضيفون عليها ما يجعلها في المحصلة متوافقة مع المعايير الشرعية المعتمدة.

ولذا نجد عدداً من الباحثين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يأخذون تعريف الصناديق الاستثمارية التقليدية ويضيفون عليها قيد "مع الالتزام بالأحكام الشرعية"<sup>(1)</sup>. وأنقل هنا تعريفاً للصناديق الاستثمارية الإسلامية لنحدد لاحقاً حقيقة وجود المعنى الفني والمضموني للصناديق في الأردن؛ حيث تتلاقى التعريفات لهذا المصطلح باعتباره علماً على أنها: وعاء استثماري يقوم على تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الإنفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين السارية<sup>(2)</sup>.

(1) د. عبد المجيد الصالحين، الصناديق الاستثمارية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، ص4، الأسواق المالية، د. أشرف دواية، ص126.

(2) د. نزيه مبروك، ص93، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص107.

ومن خلال التعريف أعلاه يمكن أن نخلص إلى المحددات الأهم التي باجتماعها تعطي وعاءً مالياً معيناً اسم "صندوق استثماري إسلامي"، وبالتالي فإنه إذا أردنا أن نصف تجميعاً مالياً معيناً بأنه صندوق استثماري إسلامي فيجب أن تجتمع في هذا التجميع المالي الصفات والميزات التالية:

1- أن تكون مستقلة في الذمة المالية عن الجهة المنشأة لها، وقد تديرها تلك الجهة أو غيرها<sup>(1)</sup>.

2- يتكون الصندوق من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية القيمة تمثل ملكية أصحابها في الموجودات مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة<sup>(2)</sup>.

3- امتثال الصندوق للمعايير الشرعية في كل من<sup>(3)</sup>:

أ- محل الاستثمار: فيجب أن ينحصر محل الاستثمار في الأصول والسلع والخدمات المباحة، كالعقارات والسيارات والأجهزة الكهربائية...، ولا يصح الاستثمار بمجالات محرمة، كبيع وشراء الأعيان المحرمة كالخمر أو الخنزير أو الميتة.

ب- وسيلة الاستثمار: فلا يجوز الإقراض أو الاقتراض بالربا، ولا التعامل في معاملات يشوبها الربا أو الغرر أو أكل أموال الناس بالباطل.

4- أن يكون خاضعاً للرقابة الشرعية بالمعنى المعتمد لمفهوم الرقابة الشرعية العام، والذي يشمل: الفتوى والتدقيق الشرعي، وذلك في كل مراحل تكوينه وحتى تصفيته.

---

(1) معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص459، معيار 14 صناديق الاستثمار.

(2) السابق نفسه.

(3) د. عبد المجيد الصلاحيين، الصناديق الاستثمارية، ص4.

5. قابلية تداول الحصص في الصندوق بالقيمة السوقية مع مراعاة ضوابط التداول

بحسب ما تمثله الحصة في أموال الصندوق؛ أعيانا أو نقودا أو ديونا(1).

والسؤال: هل هذه المحددات تمثل شروطا حدية يجب اجتماعها في الوعاء المالي حتى يوصف بأنه "صندوق استثماري إسلامي"، وهل باختلال بعض الشروط يفقد الوعاء المالي صفة "الصندوق الاستثماري الإسلامي"؟ وهل ينبني على فقده هذه الصفة ثمرة حقيقية على الواقع؟

يمكن استخلاص معيارين من التعريف والمحددات أعلاه: الأول معيار فني والآخر معيار شرعي، فالمعيار الفني يتعلق بأمور تنظيمية فنية تفرضها الجهات الإشرافية والرقابية المعنية بهذه المنتجات، وبانعدام هذه الشروط لا يمكن الترخيص للصندوق واعتباره مقبولا قانونا على أنه صندوق استثماري، وهي شروط تتعلق بمعايير وضوابط قانونية وائتمانية ورقابية..

تكوين وتدريب العمال تعتبر نوعاً من أنواع الاستثمار في المجال البشري.(2)

توجد مجموعة من الأنواع الخاصة بصناديق الاستثمار، لكل نوع منها دور في سوق الأوراق المالية، والآتي معلومات عنها:

**صناديق الأسهم:** هي صناديق تعتمد على تداول الاستثمارات بشكل عام بعيداً عن أية ملكية للشركات ضمن القطاع الخاص، وتعتبر هذه الصناديق الاستثمارية الأكثر تقلباً وتغيراً؛ إذ تستمر قيمتها بالارتفاع والانخفاض خلال فترة زمنية قصيرة. تاريخياً، يُعد أداء صناديق الأسهم الأفضل بين أنواع الصناديق الاستثمارية الأخرى؛ وذلك لأن تداول الأسهم يعتمد على النتائج المستقبلية الخاصة بالشركات ضمن

(1) الالتزام بقرار مجمع الفقه الإسلامي في سندات المقارضة المعروض في البحث.

(2) هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق المال، 2007، منشأة المعارف بالإسكندرية.

حصتها في السوق، والتي تتضمن ارتفاعاً في إيراداتها وأرباحها، مما يؤدي إلى زيادة قيمة حقوق المُستثمرين فيها. (1)

**صناديق الدخل الثابت:** هي صناديق استثمارية يُطلق عليها أيضاً مُسمى صناديق السندات، وتُستثمر في الديون الخاصة في شركات القطاعين العام والخاص؛ من أجل توفير الدخل المُعتمد على توزيع الأرباح، وعادةً تحتوي هذه الصناديق على محفظة استثمارية تُعزز العوائد المالية للمستثمر؛ من خلال توفير دخل ثابت له عندما تخسر صناديق الأسهم قيمتها في السوق المالي. (2)

**صناديق السوق المالي:** هي صناديق ذات نسبة مخاطرة منخفضة مقارنةً مع الصناديق الاستثمارية الأخرى، وتقتصر هذه الصناديق على الاستثمارات ذات الجودة المرتفعة، والتي تكون غالباً قصيرة الأجل وصادرةً من الحكومة أو الشركات المحلية. (3)

**الصناديق المتوازنة:** هي الصناديق التي تهدف إلى توفير خليط متوازن من الأمان (مخاطره قليلة)، ورأس المال، والدخل. تعتمد الصناديق الاستثمارية المتوازنة على تطبيق استراتيجية استثمار في الأسهم والدخل الثابت، أما الصندوق المتوازن النموذجي يحتوي على 60% من الأسهم، و40% من الدخل الثابت، ولكن من الممكن تحقيق التوازن عند الحد الأقصى أو الأدنى من قيمة الأصول. (4)

---

(1) د. جمال جويديات، الأسواق المالية والنقدية، (عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2002م)، ص 19 .

(2) عبد الفضيل محمد احمد، دليل المستثمر إلي بورصات الأوراق المالية، (عين شمس: دار جامعة عين شمس، ط1، 2000م)، ص 23.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، (القاهرة: الطابعة الأولى، 1996م)، ص 27 .

(4) كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بو علي، (الجزائر: العدد 11، 2014)، ص 62 .



**الصناديق الدولية:** هي صناديق استثمارية تُعرف أيضاً بمُسمى الصناديق العالمية أو الصناديق الأجنبية، وغالباً ما تُستخدم من قبل المُستثمرين الذين يستثمرون أموالهم خارج دولهم الأصلية، وتعتمد هذه الصناديق على تطبيق الاستثمارات في كافة أنحاء العالم، وغالباً ما تُعاني من صعوبة في تصنيف الأموال الخاصة بها؛ إذ من الممكن أن تزداد خطورتها أو ترتفع نسبة الأمان فيها أكثر من الصناديق الخاصة بالاستثمارات المحلية؛ لأنها تميل إلى أن تكون أكثر تغيُّراً نتيجةً للعديد من العوامل مثل المؤثرات السياسية. (1)

**الصناديق المتخصصة:** هي من أكثر الصناديق الاستثمارية شموليةً؛ لأنها تحتوي على أكثر من فئة من الأوراق المالية التي تُعتبر أغلبها شعبيةً، ولكن تستغني هذه الصناديق عن التنوع في الفئات ضمن قطاع الاقتصاد، بل تستهدف الأموال التابعة لقطاعات اقتصادية معينة، مثل الصحة والمال والتكنولوجيا التي تزداد احتمالات تحقيقها للأرباح، ومن أنواع هذه الصناديق: (2)

**الصناديق الإقليمية:** هي الصناديق التي تهتم بتطبيق الاستثمار ضمن منطقة معينة؛ أيّ يتمّ التركيز على مكان مُعيّن، مثل المحافظات أو الدول، وتتميّز هذه الأموال بسهولة استخدامها في الاستثمارات التي تعتمد على شراء أسهم أجنبية .

**الصناديق الاجتماعية:** وتُعرف أيضاً بمُسمى الصناديق الأخلاقية، تعتمد على تطبيق الاستثمار في الشركات التي تُحقّق معايير استثمارية مُحدّدة ومُرتبطة في الأخلاق؛ إذ لا تستثمر الأموال في شركات الأسلحة أو المشروبات الكحولية .

---

(1) جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 1999م)، ص 211 .

(2) المرجع السابق، ص 211.

**صناديق المؤشرات:** هي الصناديق التي تهتمّ في الاستثمار ضمن مؤشرات الأرقام، وتشمل على نتائج الأسهم في الأسواق الماليّة، تتميز صناديق المؤشرات بأنها قليلة المخاطرة. (1)

مُميّزات صناديق الاستثمار إنّ صناديق الاستثمار من أكثر الخيارات الاستثماريّة انتشاراً بين الناس؛ لأنها تُوفّر العديد من المُميّزات، من أهمّها: (2)  
إدارة احترافيّة: هي توفير صناديق الاستثمار مجموعة من المُدراء الذين يبحثون عن أفضل الطُرق الاستثماريّة للأوراق الماليّة، ويُراقبون الأداء الخاصّ بصناديق الاستثمار .

**التنوع:** هو القدرة على الاستثمار ضمن الأوراق الماليّة التابعة لمجموعة من الشركات والمُؤسّسات، ممّا يُساهم في تقليل نسبة المُخاطرة في حال إفلاس أو خسارة إحدى الشركات

**السيولة:** هي توفير إمكانيّة بيع الأسهم الخاصّة بالمستثمرين في حال حاجة أيّ مُستثمر في الحصول على سيولة ماليّة. مخاطر صناديق الاستثمار تُؤثر على صناديق الاستثمار مجموعة من المخاطر، وتُوزّع وفقاً للفئات الآتية: (3)

**صناديق الاستثمار قليلة المخاطر:** هي الصناديق التي تتميز بخطورتها المُنخفضة، وتتسم بالصّفات الآتية :

---

(1) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق الماليّة، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الجزائر، 2012، ص 89 .

(2) المرجع السابق، ص 90.

(1) Alain Choinel, et Gerard, Rouyer, lesMarehes Financiers Structures et Acteurs, Banque Editeur, paris, 7eme edition, 1999.p.38.

انخفاض مستوى المخاطر؛ لأن المُستثمرين يهتمون بتقليل المُخاطرة من أجل الابتعاد عن النتائج السلبية الناتجة على المدى القصير للاستثمار .  
الابتعاد عن جميع التقلبات في الأسعار الاستثمارية لضمان بقاء كافة الاستثمارات في أمان .

تحقيق أرباح قليلة نسبياً؛ بسبب انخفاض نسبة المُخاطرة المُعتمَدة في هذه الصناديق .  
الحاجة الدائمة عند المُستثمرين للحصول على سيولة مالية .  
صناديق الاستثمار مُتوسطة المخاطر: هي الصناديق ذات المخاطر المُتوسطة نسبياً، وتتميز بالصفات الآتية :

القدرة على تحمل التغيرات المُتنوعة في الأسعار، مع تقبُّل فكرة وجود خسائر مالية في رأس المال . تعدُّ الحاجة للسيولة مُعتدلةً تقريباً .<sup>(1)</sup>

صناديق الاستثمار مُرتفعة المخاطر: تعتمد هذه الصناديق على الخصائص الآتية :  
وجود خبرة كبيرة عند المُستثمرين في هذه الصناديق ضمن الأسواق المالية، تُعدُّ الحاجة للسيولة المالية قليلةً جداً .

**ثامناً: العوامل المؤثرة في اختيار الصندوق:**

ينبغي للمستثمر عند اختيار الصندوق الاستثماري مراعاة عدد من العوامل، منها:

### **1/ التنوع والهدف من الاستثمار :**

هنالك العديد من الصناديق الاستثمارية المتاحة للمستثمرين التي تستثمر في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية (أسهم/ سندات/ صكوك/ مرابحات الخ) والأسواق المالية (سوق محلي/ خليجي/عربي /دولي الخ .) وينبغي للمستثمر اختيار

---

<sup>(1)</sup> Joshua Kennon (2-8-2016), "The Basics of Mutual Funds" ، the balance, Retrieved 12-3-2017. Edited.

نوع الورقة المالية والسوق اللذين يمكنانه من تحقيق أهدافه الاستثمارية سواء أكانت تحقيق نمو في رأس المال أم دخل مستمر أم المحافظة على رأس المال. (1)

## 2/ مرونة الاشتراك والاسترداد :

تتيح صناديق الاستثمار المفتوحة للمستثمرين إمكانية الاشتراك والاسترداد بشكل دوري (يومي / أسبوعي / شهري) بحسب شروط كل صندوق وأحكامه، في حين لا تتيح صناديق المغلقة أيضاً بإمكان مالكي الوحدات الإطلاع على العديد من الإفصاحات المتعلقة بالصناديق العامة في الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق وكذلك الموقع الإلكتروني لشركة السوق المالية السعودية (تداول)، ومنها(2):

• أسعار وحدات الصناديق وأداؤها.

• التقارير التالية:

التقارير السنوية : متضمنة القوائم المالية المراجعة.

التقارير الأولية (نصف السنوية) متضمنة القوائم المالية الأولية المفحوصة(نصف السنوية).

• الإعلان في الموقع الإلكتروني للسوق أو الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق لأي أحداث أو تغييرات متعلقة بالصندوق:

ومن ذلك - على سبيل المثال وليس الحصر:

---

(1) "MUTUAL FUNDS - Why Do People Buy Mutual Funds?", Investor.gov, Retrieved 12-3-2017. Edited.

(2) Investopedia Staff, "Mutual Funds: Different Types Of Funds" ،Investopedia, Retrieved 12-3-2017. Edited.

إعلان توزيع أرباح الصندوق العام على مالكي الوحدات، وإعلان الدعوة لاجتماع مالكي وحدات الصندوق العام للمستثمرين تلك الميزة بل يُفترض أن يحتفظ المستثمر باستثماراته في الصندوق حتى نهاية مدته المذكورة في شروط الصندوق وأحكامه. (1)

**المخاطر:** تختلف درجة مخاطر الصناديق بحسب طبيعة استثماراتها، لذلك ينبغي للمستثمر مراعاة حجم المخاطر التي تلائمه وتناسب أهدافه الاستثمارية والإطلاع على المخاطر المذكورة في شروط الصندوق وأحكامه أو مذكرة المعلومات أو ملخص المعلومات الرئيسية (بحسب نوع الصندوق)، بالإضافة إلى الرجوع إلى مستشاره للاستثمار.

**الأتعاب:** يتطلب تشغيل صناديق الاستثمار وإدارتها دفع مجموعة من المصاريف إما لمدير الصندوق وإما لأطراف أخرى بحسب على ما تتضمنه شروط الصندوق وأحكامه، وبطبيعة الحال تؤثر هذه المصاريف في معدل العائد المحقق لذا، يُنصح المستثمر بالإطلاع على بند الرسوم ومقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة في شروط الصندوق العقاري العام وأحكامه أو الإطلاع على بند مقابل الخدمات والعمولات والأتعاب في شروط الصناديق الأخرى وأحكامها؛ وذلك لمعرفة جميع المصاريف التي يتحملها الصندوق. (2)

**تاسعاً: تصنيفات الصناديق من حيث طبيعة الأصول المكونة لها:**

**1. صناديق الأسهم :** هي صناديق تستثمر بصفة رئيسة في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية سواء أكانت محلية أم دولية أم إقليمية.

---

(1) أ.د. رمضان زياد، د. مروان شموط، الأسواق المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2007م)، ص ص 12-20 .

(2) نفس المرجع.

2. **صناديق أسواق النقد:** صندوق استثمار يتمثل هدفه الوحيد في الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل وصفقات سوق النقد وفقاً للائحة صناديق الاستثمار.
3. **صناديق أدوات الدين:** هي صناديق تستثمر في أدوات الدين مثل الصكوك والسندات التي تصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية أو أي جهة أخرى يحق لها إصدار أي نوع من أدوات الدين.
4. **الصناديق المتعددة الأصول:** هي صناديق تستثمر في عدة أنواع من الأصول، مثل الأسهم والسندات والصكوك وصفقات أسواق النقد ووحدات الصناديق الاستثمارية الأخرى.
5. **الصناديق القابضة:** هي صناديق استثمارية هدفها الاستثماري الرئيس استثمار جميع أصولها في صناديق استثمارية أخرى.
6. **الصناديق المغذية:** صناديق استثمار هدفها الاستثماري الرئيس استثمار جميع أصولها في صندوق استثمار آخر.
7. **الصناديق المتوازنة:** هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات، وتخصص جزءاً من استثماراتها لأدوات مالية قصيرة الأجل.
8. **صناديق الاستثمار العقارية المقفلة:** برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه للمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة. وتعمل هذه الصناديق وفقاً للأغراض التالية: (1)
  - أ. التطوير الأولي ثم البيع.
  - ب. التطوير الإنشائي ثم البيع.
  - ج. التطوير الأولي أو الإنشائي بهدف الإيجار مدةً زمنيةً محددةً ثم البيع.

(1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1999م)، ص 91.

9. صندوق المؤشر المتداول :صندوق مؤشر تُتداول وحداته في السوق أو سوق أوراق مالية أخرى معتمدة من قبل الهيئة.

10. صندوق المؤشر: صندوق استثمار يتمثل هدفه الاستثماري الرئيس في تتبع أداء مؤشر محدد.

11. الصناديق العقارية المتداولة: صناديق استثمار عقارية مطروحة طرْحاً عاماً تُتداول وحداتها في السوق المالية السعودية، ويتمثل هدفها الاستثماري في الاستثمار في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً، قابلة لتحقيق دخل دوري وإيجاري، وتوزع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقداً على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خلال فترة عمله، وذلك بشكل سنوي بحد أدنى لمحافظة الاستثمارية إلى: (1)

يوجب الاستثمار المباشر في الأوراق المالية القدرة على التحليل الأساسي والإلمام بالمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية، ولا تتوافر هذه المهارات إلا لدى شريحة محدودة من المستثمرين وبالنسبة إلى مستثمر تتمثل رغبته في الحصول على أقصى قدر من العوائد في ظل عدم تفرغه لمتابعة تطورات السوق وقدرته على التحليل المالي وحضور جمعيات الشركات، فإن تكليف شخص مرخص بإدارة محفظته الاستثمارية هو الخيار المناسب.

ويكون التكليف إما بتوقيع عقد لإدارة محفظته الخاصة Discretionary Services Portfolio Management وإما عن طريق الاشتراك في وحدات

الصناديق الاستثمارية التي تتميز بالآتي: (2)

(1) د. عبد الغفار علي حنفي، د. رسمية زكي قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2011م)، ص 37.

(2) المرجع السابق، ص 94.

**الإدارة المهنية :** إنّ الميزة الأساسية للاستثمار في الصندوق هي الاستفادة من خبرة مدير الصندوق ومعرفته باتخاذ القرارات الاستثمارية؛ ذلك أن الأصل أن تتسم طبيعة عمل مديري الصناديق بتفرغهم التام لمتابعة تطورات السوق والاقتصاد وفهم المعطيات وتفاذي المخاطر المحتملة، ويدير الصندوق فريق مدعوم بالأبحاث الواسعة النطاق لاختيار الاستثمارات التي تتناسب أهداف الصندوق. ومع تغير الظروف الاقتصادية، يعدّل مدير الصندوق استثمارات الصندوق لضمان استمراره في تحقيق أهدافه بما يتوافق مع شروط الصندوق وأحكامه ومذكرة المعلومات أو مستندات الطرح الخاصة بالصندوق، وذلك بحسب نوع الصندوق الاستثماري.

**تنويع الاستثمار بأقل تكلفة وتقليل المخاطر:** محفظة الاستثمار المتنوعة الأصول (مثل الأسهم والسندات وأوراق النقد) تكون أقل عرضة للمخاطر مقارنةً بالمخاطر التي قد تنشأ من الاستثمار في نوع واحد من الأصول (أسهم فقط على سبيل المثال) وهكذا تمنح صناديق الاستثمار المستثمر الفرد إمكانية تنويع استثماراته بتكلفة أقل نسبياً من الاستثمار والتنويع المباشر؛ إذ أنها تقدم إلى المستثمر فرصة الاستثمار في أنواع مختلفة من الأصول ضمن وعاء مشترك تتوزع فيه الأتعاب بشكل نسبي بين حاملي الوحدات. كذلك تتيح صناديق الاستثمار إمكانية توزيع الاستثمارات عبر نطاق أوسع من المناطق الجغرافية والقطاعات المختلفة وذلك تجنباً لمخاطر تركيز الأصول والاستفادة من تباين العوائد.

**السيولة :** تتيح الصناديق الاستثمارية المفتوحة استرداد كل الاستثمار الخاص بالمستثمر أو جزء منه في أي وقت يرغب فيه وذلك بحسب أيام التعامل المحددة في شروط الصندوق وأحكامه ومستندات الصندوق. (1)

---

(1) د. عبد الغفار علي حنفي، د. رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 38 .



نسبة التخصيص من الاكتتابات : تتميز صناديق الاستثمار بنسبة تخصيص أعلى من الطروح الأولية (الاكتتابات) مقارنة بالمستثمرين الأفراد مما يمكنها من الحصول على أكبر عدد من الأسهم المطروحة طرحاً أولياً.

**الاستثمار في السوق الموازية:** يحق لصناديق الاستثمار المشاركة في السوق الموازية (نمو) في حين لا يُسمح للمستثمر الفرد بذلك إلا وفق شروط خاصة بيئتها قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية.<sup>(1)</sup>

#### عاشراً: حوكمة الصناديق :

تطبيقاً لمبدأ الحوكمة، يشرف على كل صندوق عام مجلس إدارة معين من قبل مدير الصندوق<sup>(2)</sup> ويجتمع مجلس إدارة كل صندوق مرتين سنوياً على الأقل مع لجنة المطابقة والالتزام لدى مدير الصندوق أو مسؤول المطابقة والالتزام لديه لمراجعة التزام الصندوق بجميع القوانين والأنظمة واللوائح ذات العلاقة، ويشتمل ذلك - على سبيل المثال وليس الحصر - التأكد من قيام مدير الصندوق بمسؤولياته بما يحقق مصلحة مالكي الوحدات وفقاً لأحكام لائحة صناديق الاستثمار وشروط الصندوق وأحكامه ومذكرة المعلومات وتجدر الإشارة إلى أنه يجب أن لا يقل عدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق عن ثلاثة أعضاء وأن لا يقل عدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق المستقلين عن عضوين، أو ثلث العدد الإجمالي لأعضاء المجلس، أيهما أكثر، ويتمتع أعضاء مجلس الإدارة المستقلين بالاستقلالية التامة عن مدير الصندوق

---

(1) محمد اسحق عبد الرحمن عيسى، دور جودة المراجعة وحوكمة الشركات في تقليل مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، في المحاسبة، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2013م، ص158.

(2) المرجع السابق، ص 77.

بما يمكنهم من الإشراف على الصندوق والموافقة على العقود والقرارات وغيرها من المهام المرتبطة بسير عمل الصندوق بكل حيادية وإنصاف<sup>(1)</sup>.

### خلاصة القول

جاءت ضرورة الإفصاح العام عن البيانات المالية الخاصة بصناديق الاستثمار، بهدف تلبية المتطلبات القانونية والاقتصادية باعتباره وسيلة للرقابة الإدارية الفاعلة، التي تمكن الأطراف الراغبة بالاستثمار من اتخاذ قرار المشاركة أو الانسحاب من هذه الصناديق كما أن المتطلبات الأخلاقية تستدعي التحقق من مدى التقيد بمعايير العدالة والصدق في عرض البيانات المالية للصناديق الاستثمارية من الكشف والإفصاح عن المركز المالي ونتائج أعمالها مع ضرورة الإفصاح ولو بشكل قياسي ملخص عن التعرض لمخاطر السوق. يمكن تحقيق ذلك بإيجاد نظام إداري ومحاسبي كفاء وسليم يعتمد على أحكام الرقابة على الجهاز المكلف بإدارة صناديق الاستثمار في البنوك.<sup>(2)</sup> وبالتالي فإن مستلزمات الرقابة المصرفية على صناديق الاستثمار ومبادئها، تعبر عن واقع عروض الصناديق في طريقة احتساب المصروفات، وكذلك هناك اختلاف في حساب المصروفات الإدارية ورسوم الاشتراك. كما أن هناك منطقة رمادية غير محددة حول المصروفات الإضافية المفروضة على المشاركين تعتبر عبئاً إضافياً على الإيراد، مثل مصاريف المحاماة والوساطة. فالسؤال المطروح: لماذا يدفع المستثمر المصروفات الإدارية؟ كما أن هناك ضرورة للإفصاح عنها عند التعاقد مع تحديد طبيعة نشوئها واستحقاقها، الأمر الذي يتطلب تقديم تقارير مالية تفصيلية بصفة دورية حول نتائج أداء الصناديق الاستثمارية بصفة إلزامية كما هو الحال في تطبيق الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة، والذي يعزز

(1) محمد اسحق عبد الرحمن عيسى، دور جودة المراجعة وحوكمة الشركات في تقليل مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، في المحاسبة، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2013م، ص 158.

(2) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، الثاني والعشرين 2016م، ص 10.

هذا المطلوب، هو سيطرة مديرو الصناديق حيث من حق المدير الاقتراض والتصفية. من هنا نرى إن هناك ضرورة للإفصاح التام والواضح حول الآتي :

الضوابط الإدارية والرقابية على صناديق الاستثمار بحيث تقلل من عنصر المخاطر الشخصية بمتابعة توفير متطلبات تقسيم العمل وتحديد الصلاحيات لتفادي أن يكون قرار الإدارة بل ومستقبل صندوق الاستثمار في يد المدير. -لا بد من الإفصاح عن دواعي الاقتراض ومصدره، وتكلفته.

الإفصاح التام عن العلاقة التجارية مع الأطراف ذات العلاقة من الاقتراض والبيع والشراء ومفهومنا للأطراف ذوي العلاقة - المدير نفسه، أو البنك -كذلك ضرورة الإفصاح التام عن الضوابط الإدارية والرقابة المحكمة لتفادي حدوث تضارب المصالح في إدارة الصندوق. -كما أن عقود إدارة الصندوق الاستثماري تتطلب الإيضاح التام حول شروط التصفية بالتشاور مع المالكين وان تترك حرية التصفية للمدير على أن تكون بموافقة مسبقة. عند مطالعتنا لتقارير مدقق الحسابات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية نجد إن الإيضاحات حول السياسات المحاسبية يتم تحديدها بشكل منفصل كل على حدة لكل من المحفظة التجارية والمحفظة الاستثمارية، وتشمل ملاحظات مدقق الحسابات حول خدمات الاستثمار الوارد في تقريره كما يلي :

يقدم البنك خدمات إدارة استثمار معينة لعملائه، وتتضمن هذه الخدمات صناديق استثمار معينة بالتعاون مع جهات متخصصة أخرى. أن البيانات المالية لهذه الصناديق ليست موحدة مع البيانات المحاسبية للبنك من هذه الملاحظة الواردة في تقرير مدقق الحسابات، يأتي التساؤل الكبير حول أهمية وضرورة الالتزام في تطبيق معيار الإفصاح العام على صناديق الاستثمار بل وجعلها خاضعة للتدقيق والمراجعة المحاسبية والإدارية وتقديم تقرير بصفة مستقلة لإدارة البنك والمشاركين، كما إن المصروفات الإدارية التي يتقاضاها البنك يجب إن تشمل أتعاب التدقيق الخاصة.

إن جل اهتمامنا في هذا المقام، هو صناديق الاستثمار ومعيار الإفصاح عنها، من الناحية الإدارية، يتطلب الأمر تقسيم العمل، ووضوح الأهداف وتحديد الصلاحيات والمسئوليات لإدارة الصندوق والبعد عن السيطرة المطلقة لإدارة الصندوق واعتماد محاسبة المسئولية والتكلفة هذا بالإضافة إلى ضرورة الالتزام بالمبدأ العام حول السرية المهنية. أما فيما يتعلق بالمبادئ والإجراءات المحاسبية بهدف أحكام الرقابة على العمليات المصرفية مع الاهتمام بالسرعة والسهولة والدقة في أداء العمل ذات الصلة الوثيقة بسابقتها و اللتان تكلفان معا على تحقيق أهداف إدارة الصندوق أهمها المخاطر، كما أن شمول تطبيق معايير تقييم الرقابة على المصارف والمؤسسات المالية على صناديق الاستثمار هو إدارة رقابية مكمله تعطي المشتركين درجة عالية من الموقعية في إدارة صناديق الاستثمار. هذه المعايير هي: الاستقرار، الكفاءة، الأصناف، حيث أن المشتركين بحاجة إلى حماية كما أن إدارة البنوك لا بد أن تعمل في إطار يعالج تضارب المصالح بإنصاف. مما تقدم نستطيع القول أن النظم المالية الواضحة والمستقرة تكون محفزة وجذابة للاستثمار الداخلي، وعدم الإفصاح يؤدي إلى نظم مالية غير مستقلة تؤثر سلبيا على النشاط الاقتصادي الكلي. ومما لاشك فيه أن هناك مبادلة بين هذه المعايير والمبادئ الرقابية مرتبطة بالهدف منها . الأهداف العامة تتطلب مراقبة التوسع في الإقراض، والمحافظة على الاستقرار الاقتصادي. والأهداف الخاصة تتطلب توزيع الموارد الاقتصادية القطاعية طبقا لحاجتها للاتتمان، وأدوات الرقابة الوقائية التنظيمية لتقليل المخاطر المرتبطة بأخلاقيات ومهنة العمل المصرفي، وما يعزز هذا الاعتقاد، أن البيانات حققت نموا اقتصاديا سريعا في السبعينيات في ظل وجود الرقابة المالية الشديدة.

## الفصل الثالث

### الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: التعريف بالصناديق المدرجة لسوق

الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الثاني: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

## الفصل الثالث

### الدراسة التطبيقية

#### المبحث الأول: التعريف بالصناديق المدرجة لسوق الخرطوم للأوراق المالية

أولاً: الرؤية والرسالة والقيم:

- تمثلت الرؤية المستقبلية والرسالة والقيم لسوق الخرطوم للأوراق المالية في الآتي<sup>(1)</sup>:
1. الرؤية: الارتقاء بسوق الخرطوم للأوراق المالية إلى مصاف الأسواق الإقليمية والعالمية في مجال التقنية والضبط المؤسسي والمهنية والخدمات المالية.
  2. الرسالة: تقديم أحدث الخدمات المالية وفقاً للمعايير والممارسات الدولية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال أحدث التقنيات وأفضل كوادر بشرية مؤهلة بما يعزز ثقة المستثمرين المحليين والدوليين في الاقتصاد السوداني.
  3. القيم: وتتمثل في العمل بروح الفريق الواحد، الإخلاص والتفاني وأعمال القيم الإسلامية، الأمانة والشفافية، التميز والعمل بمهنية وشمولية، كسب رضا عملائنا.

#### ثانياً الرؤية المستقبلية للسوق:

ترقية الصناعة المالية في السودان عن طريق<sup>(2)</sup>:

1. نشر وتعزيز الثقافة المالية بالبلاد.
2. حوكمة الأداء بالأسواق المالية السودانية
3. تعزيز مسيرة التنمية الاقتصادية بالبلاد
4. الاستفادة من فرص الاستثمار المالي المتاحة محلياً وإقليمياً وعالمياً.

<sup>(1)</sup> سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي، الثاني والعشرين 2016 م، ص10.

<sup>(2)</sup> سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2011م، ص7.

5. بناء وتعزيز الروابط بين المؤسسات المحلية والإقليمية والعالمية.

6. بناء سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية

### ثالثاً: تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية:

بدأت فكرة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في السودان منذ العام 1962م، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والبحوث والاتصالات من قبل وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، ومشاورات مع البنوك التجارية واتحاد الصناعات وشركات التأمين ومؤسسة التنمية السودانية<sup>(1)</sup>. في منتصف السبعينيات وضعت مسودة قانون الأوراق المالية، حيث تمت إجازتها من قبل مجلس الشعب في العام 1982م لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى عام 1992م.

يمكن القول انه بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية التسعينيات وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993م) وذلك بإتاحة الفرص للقطاع الخاص كي يسهم في تمويل المشروعات الاقتصادية عن طريق سوق راس المال. خاصة وان التمويل المصرفي لا يكون متاحاً في كل الأوقات وبالحجم المطلوب وهو في الغالب تمويل يناسب الأعمال التجارية والمواسم الزراعية وشراء المواد الخام للمصانع وراس المال العامل وذلك لأن موارد المصارف قصيرة الأجل أما عمليات التنمية فتحتاج إلى فترات طويلة لا يمكن تمويلها إلا من موارد طويلة الأجل وهي موارد سوق راس المال وذلك عن طريق إنشاء شركات مساهمة عامة. تم تأسيس هيئة الأسواق المالية

---

(1) د. أزهرى الطيب الفكي، ورقة منشورة عن دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في دفع عجلة النشاط الاقتصادي في السودان، (الخرطوم: يوليو 2014م)، ص57.

في عام 1992م وفي تشرين الثاني/نوفمبر من العام نفسه اقر مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م ولكن هذا القانون المعدل لم يفي بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية.

في عام 1994م: أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونيا مستغلا، وبدا العمل في السوق الأولية (سوق الإصدار) في العاشر من شهر تشرين الأول/أكتوبر 1994م.

في العام 1995م: بدأ العمل في السوق الثانوية (سوق التداول) في شهر كانون الثاني/يناير 1995م تم افتتاح السوق الثانوية (سوق تداول الأسهم) بعدد 34 شركة مدرجة. وفي عام 1996م: ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 إلى 40 شركة. وفي عام 1997م: تمت زيادة مقدرة في راس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار وتأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

وفي عام 1999م بدء العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها الشروط المنظمة لأدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي. وفي عام 2001م بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وإدراجها بالسوق الثانوية، وفي عام 2002م حصل توسع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية، وفي عام 2003م تم إعلان مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج أسهم (سوداتل) تقاطعيا في سوق أبو ظبي



للأوراق المالية، وفي عام 2004م<sup>(1)</sup> بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق وجرى توقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية، وفي عام 2005م حصل ارتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه وارتفاع جدى المؤشر بنسبة نمو بلغت 97.3 في المئة وارتفاع في القيمة السوقية إلى 7.5 مليارات جنيه، وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8 في المئة.

وفي عام 2006م حصل ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70% وتم إدراج العديد من الشركات مثل بنك الإمارات والسودان وبنك الخرطوم، وفي عام 2007م تم انضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية مما فتح أفقا جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنظمة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع. وفي عام 2008م تم إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي. وفي عام 2009م سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية، حيث ارتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار جنيه مقارنة ب 1.8 مليار جنيه في العام السابق أي بنسبة ارتفاع بلغت 19.5% كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني، كما تم وضع خطة عمل لتطوير السوق من 12 محور حيث جاءت هذه الخطة لتمثل الرؤية المستقبلية للسوق، وفي عام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدلات منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995م متفوقاً على العام 2009م، وتم اعتماد السوق بصفة

---

(1) د. أزهرى الطيب الفكي، المرجع السابق، ص 77.

مراقب في اتحاد البورصات العربية على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الاجتماع القادم للاتحاد وتوقيع عقود توريد وتركيب وتشغيل أجهزة البرامج وبداية تركيب شاشات العرض الداخلية الثابتة والمتحركة.

وفي عام 2011م تم إدراج شركة واحدة وهي بنك الجزيرة السوداني الأردني، وصول وتركيب وتشغيل كل معدات التداول الإلكتروني، والانتهاه من اختبارات أنظمة التداول الإلكتروني وتدريب كل العاملين بالسوق والوسطاء المعتمدين على هذه الأنظمة، كما تم اعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عضواً دائماً باتحاد البورصات العربية، وبداية التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني.

وفي عام 2012م افتتح وزير المالية والاقتصاد الوطني منظومة التداول الإلكتروني تحت رعاية رئيس الجمهورية وارتفعت معدلات التداول ارتفاعاً كبيراً عن العام السابق. وفي عام 2013م تم توقيع مذكرة تفاهم مع المجلس القومي للصحافة والمطبوعات، وافتتحت بداية تشغيل المرحلة الثانية للتداول الإلكتروني، حيث تم ربط مكاتب شركات الوساطة المالية بالسوق حيث يمكن للشركة إن تتداول في السوق عبر مكاتبها دون الحضور لقاعة التداول بالسوق، كما يمكن للمستثمر التداول مباشرة في السوق عبر شركة الوساطة المالية التي طرفها حسابه. وفي عام 2014م تمت أجازت قانون جهاز تنظيم سوق المال السوداني وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2014م بواسطة مجلس الوزراء وأجاز مجلس إدارة السوق لائحة مكافحة الأموال لشركات الأوراق المالية ولائحة شركات المساهمة العامة وتدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه. (1)

---

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير السوق السنوية، الثاني والعشرين (الخرطوم: 2016م). ص 18.

وفى عام 2015م تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، كما قام السوق بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق وذلك في يوليو وفى شهر نوفمبر تم شطب اسم السودان من قائمة الدول التي تعاني من قصور في استيفاء متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب. وفى عام 2016م أجاز المجلس الوطني في يونيو من العام 2016م قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2016م وقانون سلطة تنظيم أسواق المال للعام 2016م، وتم إجازة عدد من اللوائح مثل لائحة المراجعة الداخلية، والتخلص من الفائض، وشروط الأدرج، ولائحة مجلس الإدارة والمشتريات وعقود الشراء ولائحة قواعد النزاهة والكفاءة للوسطاء كما بدأ أيضا الخطوات التنفيذية الأولى في برنامج نظام التداول عن بعد (Fix Engine) والمتوقع العمل به فعليا في بداية العام 2017م، كما توج نهاية العام 2016م بانتقال السوق إلى المبنى الجديد الخاص به<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: أنواع الأسواق المالية بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

السوق هي المكان أو أسلوب الاتصال، أو الإجراءات المتداخلة، مما يجمع بين البائع والشاري، لإنجاز تبادل تجاري معين ينطوي على تقابل في المصالح بينهما، ولكل سوق من الأسواق أعراف وتقاليد تنظم العمل فيها. وتتمتع الأسواق، التي هي أكثر تطوراً وأهمية، بأنظمة خاصة بها وبقواعد وآلية عمل معينة تضبط أداؤها وتحفظ الحقوق الخاصة والعامة المتعلقة بنشاطها.<sup>(2)</sup>

---

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير السوق السنوية، الثاني والعشرين (الخرطوم: 2016م). ص 19.  
(2) آل سليمان، مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، 1426هـ. ص 38.

تتقسم الأسواق المالية إلى ثلاثة أسواق هي:

**السوق الأولية:** يقصد بها السوق التي تجرى فيها عمليات إصدار الأوراق المالية (لأول مره أو زيادة رأسمال) وطرحها للاكتتاب العام في إطار القوانين واللوائح السائدة.

**السوق الثانوية:** يقصد بها السوق التي تجرى فيها عمليات تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتحويل ملكيتها.

**السوق الثالث:** يقصد به السوق الذي يتم فيه عمليات تحويل ملكية الأسهم لشركات غير مدرجة في السوق الثانوية أو عمليات التحويلات الارثية أو التحويلات العائلية لغاية الدرجة الثالثة والتحويلات التي تتم خارج السودان والتي تتم بأمر المحاكم.

**خامسا: قطاعات سوق الخرطوم للأوراق المالية:**

يتم تقسيم سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى عدد من القطاعات (ثمانية قطاعات) تصنف حسب طبيعة العمل وهي كالآتي<sup>(1)</sup>:

القطاع الصناعي، القطاع الزراعي، القطاع التجاري، قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الاتصالات و الوسائط، قطاع الاستثمارات والتنمية، قطاع شركات الوساطة.

**سادساً: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016:**

عملاً بأحكام دستور جمهورية السودان لعام 2005م تم إلغاء قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 1994م، والتوقيع على قانون العام 2016م والعمل به من تاريخ التوقيع عليه، بموجب الفصل الأول البند واحد يسمى هذا قانون (قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2016م) وبموجب الفصل الثاني البند واحد تكون لها الشخصية الاعتبارية وخاتم عام ولها حق التقاضي باسمه، وتتمتع بالاستقلال

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير السوق السنوية، الثاني والعشرين (الخرطوم: 2016م) ص.76.

المالي والإداري، ويكون مقر السلطة الرئيسي بالعاصمة القومية، ويجوز لها إنشاء فروع أو مكاتب في الولايات.

### إغراض سوق الخرطوم للأوراق المالية:

1. توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل سرعة تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين ومصحة الاقتصاد الوطني.
2. حماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعدل بالتنسيق مع السلطة.
3. الاتصال وتبادل الخبرات والمعلومات الأساسية بين السوق والأسواق الممثلة والمنظمات العربية والإقليمية والعالمية ذات الصلة والانضمام لعضويتها.
4. ترسيخ قواعد السلوك المهني التي تضعها السلطة، والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة المالية والعاملين في مجال الأوراق المالية.
5. تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية وحمائتها<sup>(1)</sup>.
6. الترويج لقيام شركات المساهمة.

### سابعاً: اختصاصات السوق وسلطاته:

يكون للسوق في سبيل تحقيق الأغراض المنصوص عليها، الاختصاصات والسلطات الآتية:

1. تنظيم ومراقبة أدرج الأوراق المالية والتعامل فيها شراء وبيعاً.
2. الموافقة على تعيين شاغلي الوظائف القيادية لشركات الوساطة المالية.

---

(1) جمهورية السودان، نشرة الإصدار أسواق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2013م)، ص8.

3. الترخيص لممثلي شركات الوساطة المالية للعمل داخل السوق وفقاً لما تحدده اللوائح.

4. تطوير وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.

5. مكافحة عمليات غسل الأموال وتمويل الإرهاب بالتنسيق مع الجهات المختصة.

6. استخدام العاملين وفق أحكام القوانين المنظمة لذلك.

7. إبرام العقود والاتفاقيات ذات الصلة باختصاصاته وسلطته. (1)

ثامنا: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية<sup>(2)</sup>:

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن تكون للسوق الأغراض التالية:

1. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
2. تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني.

3. العمل على توسع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني

وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية.

4. تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية

وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح

الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.

---

(1) هندي، منير إبراهيم ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 2003م، ص 4.

(2) التقرير السنوي، سوق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم، 2016م)، ص 10.

5. تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.
6. توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمر.
7. ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين.
8. جمع المعلومات والبيانات والإحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.
9. دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يناسب التطورات التي يتطلبها السوق.
10. اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

**تاسعا: دور السوق في الخصخصة وتحويل الشركات الخاصة والعائلية لمساهمة عامة<sup>(1)</sup>:**

1. ساهم السوق في عملية الخصخصة لعدد من الشركات التي تمت خصخصتها وأثبتت نجاحها وخير مثال لذلك الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة وعدد من شركات الوساطة العاملة في السوق.

---

<sup>(1)</sup> مقابلة شخصية مع إدارة البحوث والتطوير، سوق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: الموقع الجديد، 2018/2/17م).

2. والآن أمام السوق عدد من الشركات التي صدر قرارا جمهوريا بخصصتها والسوق عضواً في اللجنة التي تشرف على هذه العملية.

3. وقد خاطبت إدارة السوق الجهات المختصة في الحكومة بخصخصة العديد من الشركات والهيئات التي تتبع للحكومة ومثال لذلك: سودانير، مشروع الجزيرة، شركة سكر كنانة، شركة الكهرباء والمياه، مجموعة شركات جيا، وكل المشروعات والشركات التي تحصل على تصديق جديد للعمل في كافة المجالات الرابحة.

كما قامت إدارة السوق بالاتصال بالعديد من أصحاب الشركات الخاصة والعائلية لتوصيل فهم كيف يمكنهم الاستفادة من السوق، وقد أبدى بعضهم ملاحظات على قانون السوق وتم اخذ هذه الملاحظات في الاعتبار في نسخة القانون الجديد.

التحديات التي تواجه السوق:

1. ضعف الوعي الاستثماري لدى الموظفين.
2. عدم إتمام عملية حوكمة شركات المساهمة العامة.
3. الوضع الاقتصادي القومي.
4. الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بشركات المساهمة العامة.
5. عدم إنشاء البنوك للصناديق والمحافظ الاستثمارية.
6. عدم استخدام آليات الأسواق المالية في تنفيذ عمليات الخصخصة التي تساعد في توزيع الثروة بشكل عادل وتتم بدرجة عالية من الشفافية والإفصاح.

**قانون سلطة تنظيم أسواق المال للعام 2016م:**

تم إجازة قانون سلطة مسؤولة عن تنظيم أسواق المال بالسودان من قبل المجلس الوطني وتوقيع رئيس الجمهورية للعام 2016م. بموجب الفصل الثاني البند 1/4 تنشأ



سلطة تسمى سلطة تنظيم أسواق المال وتكون لها الشخصية الاعتبارية وخاتم عام ولها حق التقاضي باسمها.

### أغراض السلطة:

تكون للسلطة الأغراض الآتية<sup>(1)</sup>:

1. تشجيع الاستثمار وأسواق المال وفقا لخطط التنمية والسياسات العامة للدولة.
2. إتاحة استثمار المدخرات والأموال في السوق وأسواق المال بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
3. حماية المتعاملين والمستثمرين في السوق وأسواق المال والجمهور من الغش والخداع بما يكفل سلامة المعاملات.
4. ضمان الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

### اختصاصات السلطة وسلطاتها:

- تكون للسلطة الاختصاصات والسلطات لتحقيق أغراض المنصوص عليها في المادة 5، ومع عدم الإخلال بعموم ما تقدم، تكون لها الاختصاصات والسلطات الآتية.
1. الترخيص للسوق ولأسواق المال ولشركات الوساطة المالية والمراكز للعمل في مجال الأوراق المالية والإشراف عليها.
  2. الرقابة والتفتيش على السوق وأسواق المال وأي جهة مرخص لها بموجب أحكام هذا القانون.
  3. وضع الأسس والضوابط التي تكفل سلامة المعاملات في السوق وأسواق المال.
  4. تنظيم وتطوير السوق الأولى وتنميته.
  5. تقديم النصح والمشورة للدولة فيما يتعلق بشئون السوق وأسواق المال.

---

(<sup>1</sup>) موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، <http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>

6. تملك الأموال الثابتة والمنقولة.

7. إبرام العقود والاتفاقيات ذات الصلة باختصاصاتها وسلطاتها.

8. استخدام العاملين وفقا لأحكام القوانين المنظمة لذلك.

**عاشراً: شروط قيام إنشاء سوق للأوراق المالية:**

يجب أن تتوفر بعض الشروط في سوق الأوراق المالية كي تكون سوق فعالة ومؤثرة وناجحة وتساهم في التنمية الاقتصادية منها<sup>(1)</sup>:

1. العلانية حيث نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة.

2. يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.

3. يجب أن تكون الأوراق المالية المدرجة قابلة للتداول.

4. يجب أن تتسم أسواق الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر لآخر.

5. يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون سوقاً متوازنة.

6. وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظاً على أموال العملاء ولضمان استمرار نشاط السوق.

7. توفير الحرية الاقتصادية حتى تتمكن الأوراق المالية من القيام بدورها.

---

(1) د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أدوات الاستثمار في أسواق المال، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق الخرطوم للأوراق المالية، رقم3، 2017م)، ص28.

8. توافر التقنية المناسبة لربط البورصات الإقليمية- إن وجدت- بعضها ببعض، وكذلك لربط الشركات بالبورصة لضمان توافر المعلومات بدقة.
9. سرعة إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم.
10. التأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وإن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو المضاربات الوهمية.
11. تلتزم كل بورصة تقديم التقارير الدورية التالية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى هيئة سوق المال.

#### أنواع الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

إذا أردنا أن نتعرف إلى أنواع الاستثمارات في الأسواق المالية من حيث أمدها فيمكن تقسيمها وفقاً لما يلي<sup>(1)</sup>:

استثمار طويل الأجل: هو إن يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية بعد الحصول على العوائد السنوية التي يحققها من استثماراته فعندما تحقق الشركة أرباحاً فهي توزع نسبة من هذه الأرباح مقابل الأسهم التي يملكها كل مستثمر.

استثمارات قصيرة الأجل (المضاربة): هو الدخول والخروج السريع من السوق، عبارة عن الربح الذي يحققه المستثمر عندما يبيع الورقة المالية بسعر أعلى من السعر الذي اشترى به معتمداً على خبرة متراكمة عن السوق وقدرة أكبر على تحليل تأثير المعلومات والأخبار الخاصة بالشركة على الأسعار.

---

(1) د. أزهرى الطيب الفكي احمد، الاستثمارات في أسواق المال ومخاطره، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق الخرطوم للأوراق المالية، رقم 4، 2017م)، ص 20.

## أهمية سوق الأوراق المالية:

أهميتها بالنسبة للسياسة المالية:

أ- تتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة.

ب- تزيد كفاءة إدارة الدين.

أهميتها بالنسبة للسياسة النقدية:

أ- تساعد على تقوية استقلالية المصرف المركزي ومساعدته على تطوير سياسته

بصوره تركيز أساساً على الحفاظ على مستوى الأسعار.

ب- تتيح للمصرف المركزي توفير أدوات نقدية غير مباشرة تزيد من كفاءة

المصرف المركزي في تنفيذ السياسة النقدية عن طريق القيام بعمليات السوق

المفتوح.

أهميتها بالنسبة للمصارف:

أ- تعمل على توافر أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف.

ب- تساهم في زيادة معدل الادخار عن طريق إعادة استثمار الأموال المودعة.

الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية<sup>(1)</sup>:

1. أدوات الملكية: تشمل الأسهم العادية، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح

والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

هناك العديد من أنواع الأسهم وهي كالتالي:

أ- الأسهم ذات السمعة الجيدة Blue chip stocks: وتدعى باسم الدرجة العالية،

وهي أسهم صادرة من شركات مساهمة ذات سمعة حسنة في سوق المال مدعاه

---

<sup>(1)</sup> د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أدوات الاستثمار في أسواق المال، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق

الخرطوم للأوراق المالية، رقم 3، 2017م)، ص ص 7-9.

بسلسلة من النجاحات عبر عدة سنوات، وتوزيعات أرباح دائمة وثابتة، حيث تميل أسعار أسهمها إلى أن تكون مرتفعة، وبالتالي معدل العائد على أسهمها يكون منخفض، ولكنها تعتبر أكثر أنواع الأسهم أمان.

ب- أسهم الدخل Income stock: وهي أسهم تدفع أكبر جزء من عوائدها إلى المساهمين، حيث تتميز هذه الشركات بأنها ذات أعمال مستقرة، بحيث لا تكون هناك حاجة إلى إعادة استثمار نسبة كبيرة من الأرباح كل عام.

ج- أسهم النمو Growth stocks: وهي أسهم تصدر من قبل شركات متوقع أن تنمو في السنوات القادمة، ولكنها تتصف حالياً بانخفاض معدل العائد، وذلك لان الجزء الأكبر من أرباحها توزع من اجل الأبحاث والتوسع، ولكن يتوقع ارتفاع قيمة هذه الأسهم بسرعة في المستقبل.

د- حقوق الأولوية Preemptive Rights: هي حق يستفيد منه حملة الأسهم العادية، حيث يعطى لكل مساهم الحق في شراء أسهم جديدة بنسبة تساوى حصته من راس المال، في حال رغبت الشركة بإصدار أسهم جديدة، وعادة ما تسعر الأسهم الجديدة بسعر اقل من الأسعار الجارية للسهم في السوق.<sup>(1)</sup>

2. أدوات الدين أو الصكوك: تتمثل هذه الأدوات في الصكوك المصدرة من (شركات المساهمة العامة أو الحكومة)، التي تعطى لحاملها الحق في الحصول على أرباح دورية أو في نهاية المدة وفقاً للصيغة الشرعية المستخدمة بالنسبة للصكوك.

الصكوك (صكوك الاستثمار): عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك

(1) موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، <http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>

بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

صناديق الاستثمار: تعرف صناديق الاستثمار بأنها أوعية استثمارية يملكها عدد كبير من المستثمرين، وتشمل على مجموعة من الأوراق المالية التي يتم اختبارها وفقاً لمعايير وأسس محددة تحقق فائدة التنوع الذي يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار، وتدار هذه الصناديق بواسطة متخصصين يقومون بإجراء الدراسات والبحوث عن أفضل الشركات والمؤسسات التي يمكن الاستثمار فيها لضمان أفضل عائد.

الخلاصة ويرى الباحث مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب التي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت نفسه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.<sup>(1)</sup>

#### أهم المحافظ والصناديق الاستثمارية في السودان.

1. الصناديق الاستثمارية هي إحدى المنتجات المالية الرئيسية لبنك الاستثمار المالي.
2. الصندوق الاستثماري هو تجميعاً لموارد مالية عن طريق الاكتتاب العام يتم توظيفها في تشكيلة متنوعة من الأصول والأوراق المالية المختارة بعناية ودقة

(1) موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، <http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>

وهي ذاتُ آجالٍ وأهدافٍ ورؤوس أموالٍ مختلفةٍ لتتاسب أهداف ورغبات المستثمرين.

3. تمثلُ فرصةً استثماريةً مناسبةً للمستثمرين الذين تتقصرُ الخبرة وأولئك الذين ليست لديهم مقدرات مالية كبيرة ، كما أنها تمثلُ معبراً سهلاً للتعامل مع بورصة الأوراق المالية.

4. تعتبر مصدراً للتمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات نسبةً لاستقرار مواردها المالية.

5. تشمل كل أنواع النشاطات الاقتصادية، زراعية ، صناعية ، عقارية ، صحية ، علمية، أوراق مالية أو مزيجاً منها<sup>(1)</sup>.

6. وهي صناديق مغلقة، أي ذات رأس مالٍ وعمرٍ محددين أو صناديق مفتوحة.

7. توزعُ أرباحها عند التصفية أو في أثناء عمر الصندوق.

يتمُ إنشاءُ هذه الصناديق وفقاً للقوانين والضوابط التالية :

1. موافقةً وزير المالية.

2. قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م.

3. قانون صكوك التمويل لعام 1995م.

4. ضوابط لجنة تنظيم إصدارات صكوك التمويل.

5. ضوابط هيئة الرقابة الشرعية .

6. تعيينُ أمينٍ مستقلٍ لمراقبة أداء الصندوق.

تمتازُ هذه الصناديق بالآتي:

1. دقةً اختيارٍ مجال الاستثمار.

---

(1) وزارة الاستثمار/ إدارة العلاقات الخارجية 2010م.

2. إدارتها بواسطة خبراء مختصين في مجالات الاستثمار المختلفة.
  3. توفير المعلومات عن الصندوق للمستثمرين عبر تقارير دورية.
  4. المرونة العالية في تسهيل صكوكها بالتداول بعد إدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية أو أي أسواق مالية أخرى.
  5. تحقق أرباحاً مجزية مقارنة بالعوائد السائدة في السوق.
  6. إمكانية رهن صكوكها مقابل التمويل المصرفي.
  7. انخفاض مصروفاتها الإدارية.
  8. أرباحها معفاة من الضرائب.
- إجراءات الاكتتاب:**

1. تعباً الاستمارة المعدة للاكتتاب بمراكز الاكتتاب المعلنة في نشرة الإصدار وترسل لمدير الصندوق.
2. سداد قيمة الاكتتاب بالعملة المعلن عنها بأيّ من وسائل الدفع المقبولة.
3. يمكن شراء وبيع الصكوك بالأسعار السائدة، بعد إدراج صكوك الصندوق في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق الوكلاء المعتمدين.
4. يخطر المستثمرين بموعد توزيع الأرباح والتصفية عن طريق وسائل الإعلام المختلفة وعناوينهم المحفوظة لدى مدير الصندوق.<sup>(1)</sup>

### **الإنجاز في مجال الصناديق الاستثمارية:**

1. بدأ البنك هذا النشاط بطرح صندوقين في مايو 1999م.

---

(1) د. أزهرى الطيب الفكي، ورقة منشورة عن دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في دفع عجلة النشاط الاقتصادي في السودان، (الخرطوم: يوليو 2014م)، ص57.



2. توسع نشاطه في هذا المجال فارتفع عدد الصناديق المصدرة إلى 30 صندوقاً بنهاية العام 2014 م، برأسمالٍ قدره 487,656,900 جنيه .
3. شملَ نشاطُ هذه الصناديق مجالات الأوراق المالية، التمويل، التنمية والصادر.
4. طرَحَ البنكُ مؤخراً صندوق إدارة السيولة بين المصارف بالتعاون مع بنك السودان المركزي واتحاد المصارف السوداني.

### إنشاء وإدارة المحافظ الاستثمارية الخاصة

إن المحافظ الاستثمارية هي إحدى المنتجات المالية الرئيسية لبنك الاستثمار المالي يقوم البنك بإدارة المحافظ الاستثمارية الخاصة للأفراد والمؤسسات داخل وخارج السودان.

والمحفظة يُقصدُ بها الأموال المقدمة للبنك بواسطة أفراد أو مؤسسات ليس لديهم الوقت أو الخبرة الكافية للاستثمار في حقل الأوراق المالية أو غيرها .

وهي خليط من الأصول الرأسمالية المختارة بعناية والمستوفية للشروط الشرعية ولها قابلية التداول في سوق الأوراق المالية.

تُدارُ لأغراض تحقيق معدلات دخلٍ مجزية لأصحابها وإدارة مخاطر الاستثمار وتخفيضها إلى الحد الأدنى.

يتمُ توقيعُ عقدٍ بصيغة المضاربة المقيدة، يحدد المدة ورأس المال (الحد الأدنى لتكوين المحفظة حالياً 500,000 جنيه) .

تُقسَمُ الأرباحُ حسب الاتفاق وحسب حجم المحفظة. (1)

---

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية ، تقارير السوق السنوية، الثاني والعشرين (الخرطوم: 2016م). ص 18.  
سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير السوق السنوية، الثاني والعشرين (الخرطوم: 2016م). ص 76.

## يراعي البنك في تكوين المحافظ:

1. تحقيق العائد المناسب، التنويع في مكونات المحفظة، ضمان جودة مكونات المحفظة،

2. قابلية مكونات المحفظة للتسويق دون صعوبات.

3. شراء مكونات المحفظة باسم صاحبها.

4. احتياجات وتفضيلات الزبون.

## مميزات المحافظ الاستثمارية الخاصة:

1. تخفيض العمولات على تداول مكونات المحفظة.

2. توفير خدمة السحب على الأرباح.

3. إعادة استثمار أرباح المحفظة.

4. رهن المحفظة بغرض التمويل المصرفي.

5. التقارير الدورية عن أداء المحفظة.<sup>(1)</sup>

## الإنجاز في مجال المحافظ الاستثمارية

بدأ البنك هذا النشاط في العام 2001م، بعدد 34 محفظة ليبلغ عددها 230 محفظة

برأس مال قدره 1,211,259,100 جنيه بنهاية العام 2014

## ترويج الأوراق المالية

يُقصدُ بالترويج العمليات المتكاملة التي تستهدفُ تسويق الأوراق المالية وتوزيعها

بغرض استقطاب مستثمرين من داخل السودان وخارجه عبر مُختلف الوسائط

للاستثمار في الورقة المالية المطروحة للإكتتاب.

(1) جمهورية السودان، نشرة الإصدار أسواق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2013م)، ص8.

يُعتَبَرُ بَنكُ الاسْتِثْمَارِ المَالِي من المَرْوَجِينَ الرَّئِيسِيِّينَ لِشَهَادَاتِ المِشَارَكَةِ الحُكُومِيَّةِ (شَهَامَةٌ) وَلِبَقِيَّةِ الإِصْدَارَاتِ الحُكُومِيَّةِ، كَمَا يَقدِمُ البَنكُ خِدْمَاتِ التَّرْوِيحِ لِمُخْتَلَفِ إِصْدَارَاتِ الأَسْهُمِ والأُورَاقِ المَالِيَّةِ لِشَرِكَاتِ المِساهِمَةِ العَامَةِ القَائِمَةِ والجَدِيدَةِ. سَاعَدَ البَنكُ الشَّرِكَاتِ القَائِمَةَ فِي القِطَاعِينَ العَامِ وَالخَاصَّ بِزِيَادَةِ مَوَارِدِهَا المَالِيَّةِ بِآلِيَّاتِ سَوَاقِ الأُورَاقِ المَالِيَّةِ عَن طَرِيقِ

1. زِيَادَةُ رَأْسِ المَالِ بِإِدَارَةِ الإِصْدَارَاتِ الجَدِيدَةِ
2. تَرْوِيحِ الاسْتِثْمَارَاتِ المَبَاشِرَةَ عَن طَرِيقِ:
3. إِيجَادِ شَرِكَاءِ إِسْتِرَاتِيجِيِّينَ.
4. الطَّرْحِ العَامِ لِلجُمهُورِ.
5. تَصْكِيكِ مَوْجُودَاتِ المِشْرُوعِ. (1)

### الإِنجَازُ فِي مَجَالِ التَّرْوِيحِ وَالتَّغْطِيَّةِ

1. قَامَ البَنكُ بِالتَّرْوِيحِ لِعَدَدِ 18 إِصْدَارَةً لِأَسْهُمِ الشَّرِكَاتِ، شَمِلَتِ قِطَاعَاتِ التَّعْلِيمِ، الصِّحَّةِ، الاتِّصَالَاتِ المِصَارِفِ وَغَيرَهَا.
2. يَقومُ البَنكُ بِالتَّرْوِيحِ المِستَمِرِّ للأُورَاقِ المَالِيَّةِ الحُكُومِيَّةِ شَهَادَاتِ شَهَامَةٍ وَصَرَحِ وَغَيرَهَا.
3. سَاهَمَ البَنكُ فِي تَأْسِيسِ شَرِكَاتِ كَبْرَى فِي مَجَالَاتِ مُخْتَلَفَةٍ مِثْلَ الإِجَارَةِ وَالتَّعْلِيمِ وَالتَّرْوِيحِ.

### 1/ الوِكَالَةُ بِسَوَاقِ الخَرْطُومِ للأُورَاقِ المَالِيَّةِ

1. وَكَالَةُ بَنكِ الاسْتِثْمَارِ مِن أَكْبَرِ الوِكَالَاتِ العَامِلَةِ بِسَوَاقِ الخَرْطُومِ للأُورَاقِ المَالِيَّةِ.

(1) جُمهُورِيَّةُ السُّودَانِ، نَشْرَةُ الإِصْدَارِ أسْوَاقِ الخَرْطُومِ للأُورَاقِ المَالِيَّةِ، (الخَرْطُومِ: سَوَاقِ الخَرْطُومِ للأُورَاقِ المَالِيَّةِ، 2013م)، ص 8.

2. بدأ البنك ممارسة نشاطه كوكيل معتمد لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية في أغسطس 1998م.

3. تقدم الوكالة خدماتها لعملاء البنك من الأفراد والمؤسسات داخل وخارج السودان.

### خدمات الوكالة

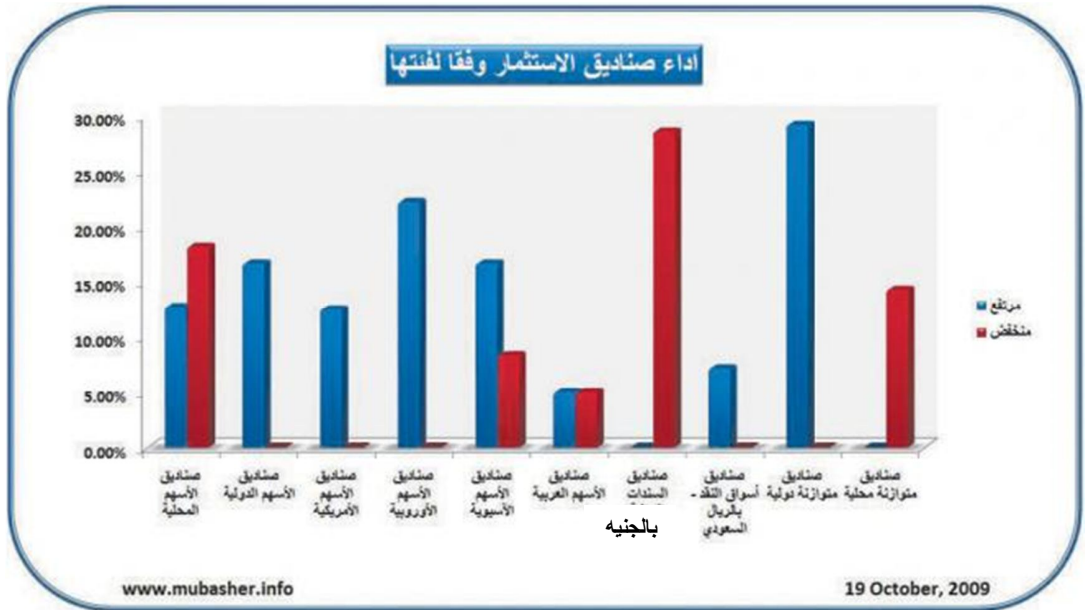
1. شراء وبيع أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
2. شراء وبيع صكوك الصناديق الاستثمارية والأوراق الحكومية (شهادة وصرح).
3. تقديم المعلومات عن حركة أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.<sup>(1)</sup>

### المعلومات الكمية:

تفاوت أداء صناديق الاستثمار السودانية حيث ارتفعت أسعار وثائق 35 صندوقاً على رأسهما صندوق موبتل للأسهم السودانية التابع لـ "موبتل" محققاً نسبة ارتفاع بلغت 8.05 في المائة حيث أغلق سعر الوثيقة في 19 تشرين الأول (أكتوبر) 2009 على 1.2425 ريال مقابل 1.1499 ريال في 18 تشرين الأول (أكتوبر) 2009. يليه صندوق متاجرة الأسهم العالمية المنال التابع لـ "ل" لشركة زين) ارتفع بنسبة 4.76 في المائة، ثم صندوق أسهم شركة بترودار التابع لـ "قطاع النفط" بنسبة ارتفاع بلغت 4.26 في المائة، ثم صندوق الفرص الصينية التابع أيضاً لـ "قطاع النفط" بنسبة 3.38 في المائة، وفي المرتبة الخامسة صندوق لأسهم شركات عالمية صاعدة التابع لـ "موبتل" بنسبة ارتفاع بلغت 3.30 في المائة #2# بينما انخفضت أسعار وثائق 14 صندوقاً، وجاء صندوق سودتتي التابع لـ " للاستثمار" ليكون الأكثر انخفاضاً محققاً نسبة انخفاض بلغت 2.61 في المائة، ليغلق سعر الوثيقة في 15

(1) التقرير السنوي، سوق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم، 2016م)، ص10.

تشرين الأول (أكتوبر) 2009 على 0.6116 جنيه سوداني مقابل 0.628 دولار الأمريكي في 8 تشرين الأول (أكتوبر) 2009. يليه صندوق شركة زين للاتصالات التابع لـ لشركة زين " بنسبة انخفاض بلغت 1.46 في المائة، ثم صندوق موبتل للأسهم السودانية بنسبة 1.31 في المائة، ثم صندوق أسهم البناء والأسمنت التابع لـ HSBC بنسبة 0.73 في المائة، وفي المرتبة الخامسة صندوق شركة سوداني التابع لـ "سوداني" بنسبة 0.53 في المائة #3#. وإذا ما قسمنا الصناديق وفقاً للفئة التي ينتمي إليها كل صندوق نجد أنه قد ارتفع 12.73 في المائة من فئة صناديق الأسهم المحلية، و16.67 في المائة من صناديق الأسهم الدولية، و12.50 في المائة من الصناديق الأمريكية، و22.22 في المائة من الصناديق الأوروبية، و16.67 في المائة من "الآسيوية"، و29.17 في المائة من الصناديق المتوازنة الدولية. بينما انخفضت 18.18 في المائة من صناديق الأسهم المحلية، و8.33 في المائة من صناديق الأسهم الأجنبية، و28.57 في المائة من صناديق السندات الدولية، و14.29 في المائة من صناديق متوازنة محلية #4#. أما عن أداء الصناديق حسب شركات الإدارة، فقد ارتفعت أسعار وثائق 12 في المائة من صناديق البنك الأهلي المالية، و53.33 في المائة من صناديق موبتل، و61.11 في المائة من صناديق البنك الوطني، و44 في المائة من صناديق بنك فيصل الإسلامي، و16.67 في المائة من صناديق سوداني، و20 في المائة من صناديق كسب. بينما انخفضت أسعار وثائق 6.67 في المائة من صناديق موبتل، و14.29 في المائة من صناديق سوداني، و11.11 في المائة من صناديق البنك الوطني، و20 في المائة من صناديق بنك فيصل الإسلامي، و33.33 في المائة من صناديق سوداني.



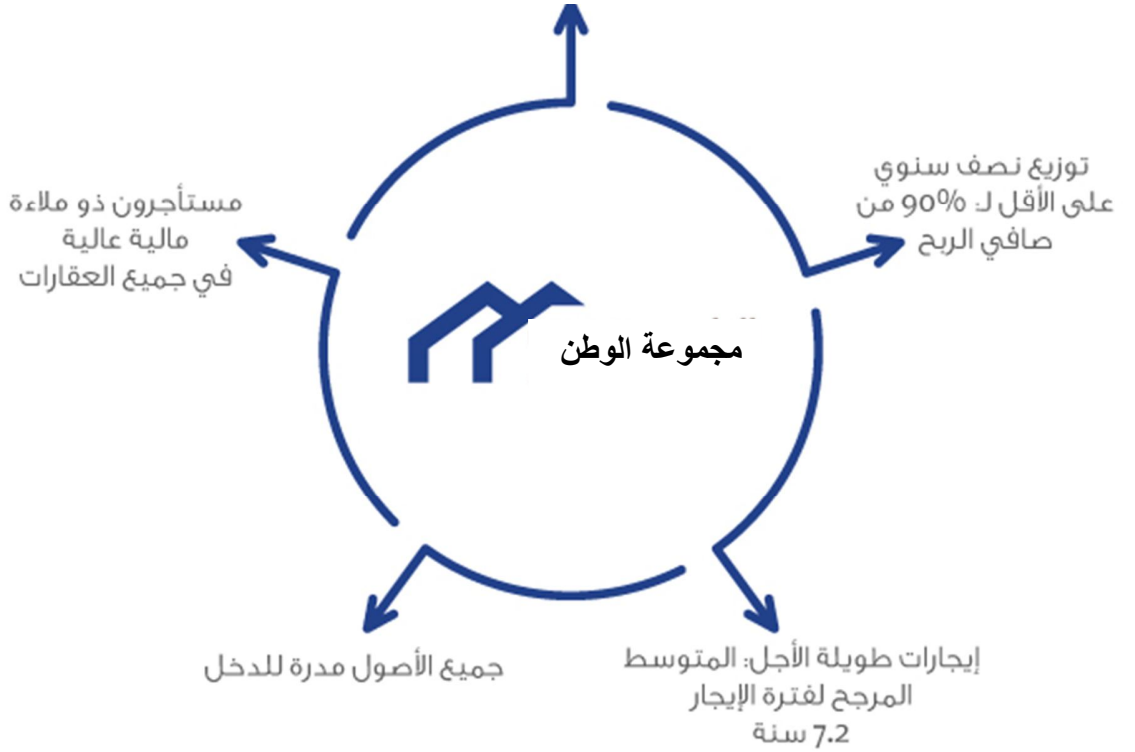
3.

### حجم التداول:

صندوق مجموعة الوطن هو أول صندوق من صناديق الاستثمار العقارية المتداولة تطرحه شركة سوداني المالية، ويوفر للمستثمرين فرصة الاستثمار في السوق العقاري. يستفيد صندوق مجموعة الوطن من خبرة الشركة الممتدة في مجال القطاع العقاري، ويتكون من محفظة متنوعة من العقارات الموزعة في العديد من القطاعات في السودان وبوصفه أداة استثمارية مسجلة ومتداولة في السوق المالية السودانية، (تداول)، فإن صندوق مجموعة الوطن، يوفر طريقة مناسبة للمستثمرين للوصول إلى السوق العقاري، وذلك عن طريق امتلاك هذه الأصول العقارية بشكل جماعي، مما يحقق دخلاً من الأرباح بشكل دوري، كما يتيح إمكانية الاستفادة من زيادة رأس المال في المدى البعيد؛ لرفع العائد على الاستثمار.

- وفي ما يلي نوضح بعض أبرز خصائص صندوق مجموعة الوطن:
1. بعد عملية طرح الصندوق للاكتتاب العام، من المتوقع أن يصبح صندوق مجموعة الوطن، واحداً من أكبر صناديق مجموعة الوطن في جمهورية السودان .
  2. يمنح المستثمرين فرصة للاستثمار في السوق العقاري، من خلال أداة استثمارية مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية (تداول).
  3. تتكون محفظة الصندوق من 14 أصلاً عقارياً مدر للدخل نو جودة عالية وموزعة على العديد من القطاعات العقارية.
  4. توزيع نصف سنوي لنسبة 90% على الأقل من صافي الربح ( نهاية فبراير ونهاية أغسطس من كل عام) .
  5. مناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن الربح المنتظم على مدى أفق استثماري طويل الأجل.
  6. تمت الموافقة على طرح وحدات صندوق مجموعة "الوطن" طرحاً عاماً من قبل هيئة سوق الخرطوم للأوراق المالية بتاريخ 1439/03/30هـ الموافق 2017/12/18م .

## بتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (تداول)



### لماذا تستثمر في صندوق مجموعة الوطن ؟

1. **عائد مستهدف** : يستهدف أن يحقق صندوق مجموعة الوطن عائدا صافيا يبلغ 6.16% في عام 2018.
2. **توزيعات أرباح دورية** : يهدف صندوق مجموعة الوطن إلى توزيعات نقدية بشكل نصف سنوي في شهري فبراير وأغسطس.
3. **محفظة متنوعة** : تتكون محفظة صندوق مجموعة الوطن من أصول ذات جودة عالية، يبلغ عددها 14، وهي موزعة على مختلف القطاعات مثل: التجزئة، التعليم، المستودعات والمكاتب؛ مما يعزز المنافع المحققة من التنويع ويقلل من مخاطر تركيز الاستثمارات في قطاعات معينة.



4. تدفقات نقدية مستمرة : إن المتوسط المرجح لانتهاؤ فترة التأجير الذي يبلغ 7.2 سنوات، يضمن تحقيق تدفقات نقدية مستمرة من حيث الفترة المتوسطة إلى الطويلة.

5. السيولة: إدراج وتداول صندوق مجموعة الوطن في سوق الأسهم السودانية (تداول)، يضيف للمستثمر يحقق ميزة سهولة الاستثمار والتخارج منه.

6. إدارة مهنية احترافية يدير الصندوق فريق من الاختصاصيين المحترفين في الاستثمار، الذين يقومون بإدارة المحفظة؛ بهدف تعزيز عائدات المستثمر، وزيادة حجم صندوق الوطن، مع مراعاة اختيار النوعية الجيدة من الأصول بعناية .

#### ملخص الطرح :

العناصر	التفاصيل
هيكلة الصندوق	مغلق-صندوق مجموعة الوطن المدرج في سوق التداول
الحد الأدنى للاستثمار خلال فترة طرح الوحدات للاكتتاب الأولي	1,000 جنيه
الحد الأقصى للمبلغ المستثمر خلال فترة طرح الوحدات للاكتتاب	60,000,000 جنيه
فترة الطرح	ستكون فترة الطرح لمدة 10 أيام عمل وستبدأ من تاريخ 1/1/2018 إلى تاريخ 14/1/2018 قابلة للتمديد
القيمة الاسمية	10 جنيهات للوحدة
المستثمرون المؤهلون	(أ) الأشخاص الطبيعيين ممن يحملون الجنسية السودانية. (ب) المؤسسات والشركات وصناديق الاستثمار وغيرها من الكيانات

<p>الاعتبارية القائمة في المملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى.</p> <p>(ج) الأجانب المقيمون في المملكة العربية الجمهورية السودان.</p> <p>(د) المستثمرون الأجانب المؤهلون بموجب القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة بموجب القرار رقم 1-42-2015 وتاريخ 15/7/1436هـ (الموافق لـ 4/5/2015م).</p> <p>(هـ) المستثمرون الآخرون الذين تجيز لهم الهيئة امتلاك الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.</p>	
<p>426,701,300 جنيه</p>	<p>مبلغ طرح الوحدات للاكتتاب الأولي</p>
<p>42,670.130 وحدة</p>	<p>عدد الوحدات المطروحة للجمهور حقل طرح الاكتتاب الأولي</p>
<p>1,222,006,090 جنيه</p>	<p>رأس مال الصندوق</p>
<p>1,621,912,690 جنيه</p>	<p>إجمالي الحجم المستهدف للصندوق</p>
<p>795,304,790 جنيه</p>	<p>قيمة الاشتراكات العينية</p>
<p>122,200,609 وحدة</p>	<p>إجمالي عدد الوحدات في الصندوق بعد الطرح</p>
<p>14</p>	<p>إجمالي عدد الأصول في الصندوق</p>
<p>7.2 سنوات</p>	<p>المتوسط المرجح لفترة انتهاء</p>

إيجارات أصول الصندوق	
تمتلك مجموعة الوطن المالية (مدير الصندوق) ما يعادل 9.75 % من إجمالي رأس مال الصندوق ولن يتم بيعها خلال سنتين من تاريخ إدراج الصندوق في تداول	فترة حظر تداول الوحدات
مستوى إشغال عقارات الصندوق	98.93%
صافي العائد المستهدف في 2018	6.16%
سياسة التوزيع	سيتم توزيع 90% من ربح الصندوق على أساس نصف سنوي
رسوم إدارة الصندوق	0.80% سنوياً من إجمالي قيمة الصندوق بعد خصم المصاريف
رسوم الاشتراك	2% مبلغ المشترك به والمخصص (تفرض عن الاشتراك )

## 2/ مجموعة الوطن:

أُنشِئت المجموعة بموجب منشور بنك السودان المركزي في العام 2008م، والمتعلق بتكوين ستة مجموعات مصرفية للتنسيق فيما بينها في مجالات السيولة والاستثمار وتمويل المشروعات وإنشاء المحافظ التمويلية والصناديق المشتركة .

تضم المجموعة (بنك أم درمان الوطني - بنك النيل - بنك العمال الوطني - بنك النيلين - بنك الاستثمار المالي).

وبغرض تفعيل التعاون فيما بين بنوك المجموعة لتحقيق أهدافها المعلنة، فقد أنشأت المجموعة أجيالاً إدارية لتسهيل التنسيق فيما بينها، حيث أنشئت اللجنة العليا لبنوك المجموعة بعضوية مُدراء عموم بنوك المجموعة، بالإضافة للجنة الفنية بعضوية مساعدي المدير العام لبنوك المجموعة. كما قُسمت المجموعة للجان عملٍ ضمت

مُدرّاء الإداراتِ المعنية بالاستثمار والتدريب والشؤون المصرفية والعلاقات الخارجية.<sup>(1)</sup>

من نجاحات المجموعة إنشاؤها لمحفظية لإدارة السيولة بدأت في العام 2008م، برأسمالٍ قدرُهُ 10 مليون جنيه موزعة بالتساوي على بنوك المجموعة وتدرجت حتى وصلت قيمتها بنهاية العام 2014م، مبلغ 96 مليون جنيه . كذلك أنشأت المجموعة ثلاثة صناديق استثمارية تم تصفية الصندوقين الأول والثاني منهما بنجاح بحجم 26.8 مليون جنيه و 42 مليون جنيه على التوالي بينما يعمل الصندوق الثالث بحجم 33.5 مليون جنيه حتى العام 2017م.

### 3/ صندوق إدارة السيولة

صندوقُ إدارة السيولة بين المصارف، هو صندوقٌ مُتخصص برأسمالٍ مُتغير، أُسسَ لتطوير وإدارة السيولة فيما بين جميع المصارف العاملة في السودان. بموجب الأمر الصادر عن بنك السودان المركزي بالرقم 1/2014م بتاريخ 21/08/2014م، ومنشوره بالرقم 7/2014 بنفس التاريخ. بدأ التفكير في الصندوق منذ إطلاق نظام التسويات الآتية الإجمالية (سراج) في نهاية العام 2012م.<sup>(2)</sup>

### 4/ الخصائص العامة للصندوق

أ. رأس المال الابتدائي: 750 مليون جنيه سوداني، حوالي 125 مليون دولار أمريكي.

ب. المساهمون: جميع المصارف العاملة في السودان.

(1) موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، <http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>  
(2) د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أدوات الاستثمار في أسواق المال، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق الخرطوم للأوراق المالية، رقم 3، 2017م)، ص 28.

ج. قيمة الصك: 1000 جنيه سوداني وتحسب القيمة الصافية للصك بصفة يومية وتوزع على المصارف.

د. مدير الصندوق: بنك الاستثمار المالي (ش م ع).

هـ. يسمح الصندوق بتداول صكوكه فيما بين المصارف.

و. توجد مجموعة مستندية كاملة للاسترداد والاشتراك والتمويل وفق نظام تقني.

ز. يسمح الصندوق بالاشتراك بمبالغ إضافية في أي وقت.<sup>(1)</sup>

### 5/ أهداف الصندوق

1. تطوير وإدارة السيولة بين المصارف.

2. زيادة التعاون وتنشيط سوق ما بين المصارف.

3. إصدار صك هدفه الأول إدارة السيولة.

4. تحقيق عائد مناسب على صكوك الصندوق يلائم طبيعته كصندوق لإدارة السيولة.

### 6/ عدد الصناديق في السوق

في قطاع الصناديق الاستثمارية تم تداول 7 صناديق من أصل 10 صناديق، حيث تم

تداول 724.01 صكاً بقيمة 9.088.096 جنيهاً ونفذت من خلال 130 صفقة، وفيما

يلي النشرة السنوية لقطاع الصناديق الاستثمارية في السودان.

النشاط	2012م	2013م	2104م	2015م	2016م
السوق الأولية	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
قيمة الإصدارات					
السوق الثانوية					
عدد الصناديق المدرجة	22	27	22	21	10

(1) د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أدوات الاستثمار في أسواق المال، مرجع سابق، ص 30.

7	6	6	11	18	عدد الصناديق التي تم التداول فيها
724.031	1.068.892	1.198.891	1.447.341	5.792.575	عدد الصكوك المتداولة
0.23	8.75	0.27	1.62	0.531	نسبة الصكوك المتداولة إلى إجمالي التداول الكلي (%)
9.088.096	90.844.594	179.402.234	71.713.853	308.096.569	حجم التداول
0.31	1.51	3.01	1.785	0.10	نسبة حجم التداول إلى إجمالي حجم التداول الكلي (%)
130	174	220	575	668	عدد الصفقات المنفذة
0.44	0.60	1.4	3.50	0.05	نسبة عدد الصفقات إلى إجمالي الصفقات الكلي (%)

## المبحث الثاني: تحليل صناديق الاستثمار واستخراج النتائج

### أولاً: التحليل المالي لصناديق الاستثمار

يُعدّ معيار صافي قيمة الأصول الأساس الذي يُبنى عليه تقويم أداء الصندوق الاستثماري. ويتكون صافي قيمة الأصول من إجمالي الأصول مخصوماً منه إجمالي الخصوم للصندوق، وبشكل أكثر تفصيلاً: هو القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المملوكة مضافاً إليها أيّ مستحقات للصندوق قيد التحصيل وأيّ مبالغ نقدية أخرى بعد خصم أيّ التزامات على الصندوق. ويُحسب سعر الوحدة بقسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات المصدرة.

### ثانياً: تحليل العلاقات بين عوائد الصناديق الاستثمارية ومؤشر السوق:

لغرض تحليل العلاقات الارتباط بين عوائد الصناديق الاستثمارية لعينة البحث وبين مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية وذلك بهدف التعرف على طبيعة الارتباطات فيما بين عوائد مؤشر السوق وعائد الصندوق وتحديد مدى تجاذبها وتقاربها من تتافرها وتباعدها مقابل مؤشر المعنوية للصناديق، أظهرت نتائج التحليل المالي لصناديق الاستثمار أن التصنيف لعينة الدراسة يلاحظ خلال مدة الدراسة بوجود ارتباط معنوي بين صناديق الاستثمار وبين مؤشر السوق إذ تبين وجود ارتباط معنوي بين عوائد صناديق الاستثمار ومؤشر السوق وأظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين عوائد صناديق الأسهم ومؤشر السوق.<sup>(1)</sup>

(1) د. أزهرى الطيب الفكي، ورقة منشورة عن دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في دفع عجلة النشاط الاقتصادي في السودان، مرجع سابق، ص 63.

يُقاس عائد الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين سعر الوحدة للصندوق الاستثماري في بداية ونهاية مدة الاستثمار على النحو التالي:

$$\text{عائد الاستثمار إلى الصندوق} = 100 \times \frac{\text{و} - \text{س}}{\text{ص}} -$$

و.ص = وحدة الصندوق

إذا اشترى مستثمرٌ عدداً من الوحدات في صندوق (س) بقيمة 500 جنيه للوحدة في بداية مدة الاستثمار، وباع هذه الوحدات بقيمة 580 جنيه للوحدة في نهاية المدة، يكون عائد الاستثمار للفترة الاستثمارية في الصندوق:

$$16\% = 100 \times \frac{500 - 580}{500}$$

وكلما زادت قيمة الوحدة للصندوق الاستثماري زاد عائد الاستثمار في هذا الصندوق. ويتأثر أداء الصناديق الاستثمارية مثل غيرها من الأدوات الاستثمارية بعوامل مختلفة تبعاً لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها، مما ينعكس على أداء الصندوق إجمالاً وقيمة وحداته. ويجتهد المديرون والعاملون في هذه الصناديق لتحقيق أعلى معدلات نمو ممكنة، وأفضل أداء من خلال محاولة التعرف على هذه العوامل، وتوظيف مهنيتهم وقدراتهم في تطويعها لتحسين أداء هذه الصناديق. (1)

(1) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005.



ويتباين أداء الصناديق تبعاً لمقدرة المديرين على التعرف على هذه العوامل، ولذا تتنافس الصناديق الاستثمارية في استقطاب الأشخاص الأكثر خبرة ومهنية في معرفة هذه العوامل والإحاطة بها.

وبعد حساب عائد الاستثمار إلى الصندوق يمكن تقويم هذا العائد من جوانب مختلفة، فقد يكون بشكل مطلق أي تقويم العائد الذي حققه الصندوق في فترة معينة دون المقارنة بعوائد الأدوات المالية الأخرى أو المؤشر العام أو مؤشر القطاعات، إضافة إلى تقويم العائد بشكل نسبي من خلال المقارنة، أو تقويم العائد بعد أخذ مستوى المخاطر الكامنة في الاعتبار.

يعد معيار صافي قيمة الأصول، والذي يمثل القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في الصندوق، الأساس الذي يبنى عليه تقييم أداء الصندوق الاستثماري.

ويُقاس العائد على الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين أسعار وحدات الصندوق الاستثماري في بداية، ونهاية مدة الاستثمار على النحو التالي: إذا اشترى مستثمر عدداً من الوحدات في صندوق ما بقيمة 500 جنيه للوحدة في بداية مدة الاستثمار، وباع هذه الوحدات بقيمة 580 جنيهاً للوحدة في نهاية المدة، وبذلك يكون العائد على الاستثمار للفترة الاستثمارية في الصندوق  $580 - 500 = 80$  /  $500 = 16\%$ ، وكلما زادت قيمة الوحدة للصندوق الاستثماري زاد العائد على الاستثمار في الصندوق، ويتأثر أداء الصناديق الاستثمارية مثل غيرها من الأدوات الاستثمارية بعوامل مختلفة تبعاً لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها،<sup>(1)</sup> مما ينعكس

---

(1) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع

سابق، ص 87.

على أداء الصندوق إجمالاً وقيمة وحداته، ويجتهد المديرون والعاملون في الصناديق الاستثمارية لتحقيق أعلى معدلات نمو ممكنة، وأفضل أداء من خلال محاولة التعرف إلى هذه العوامل، وتوظيف مهنيتهم وقدراتهم في تطويعها لتحسين أداء هذه الصناديق، ويتباين أداء الصناديق تبعاً لمقدرة المديرين في التعرف على هذه العوامل. ولذا تتنافس الصناديق الاستثمارية في استقطاب الأشخاص الأكثر خبرة ومهنية في معرفة هذه العوامل والإحاطة بها، وتتعدد أساليب قياس أداء الصناديق الاستثمارية المعتمدة على المقارنة بين أداء صندوق محدد نسبة لأداء مؤشر السوق إجمالاً خلال مدة محددة.<sup>(1)</sup>

وتأخذ أساليب أخرى مستوى مخاطر الصندوق في الاعتبار عند قياس مستوى الأداء إذ إن النتائج تكون مضللة إذا لم يرتبط أداء الصندوق عند المقارنة بمستوى المخاطر الكامنة فيه، ويصر المقيمون لأداء الصناديق الاستثمارية الذين يأخذون مستوى المخاطرة للصندوق في الحسبان على ضرورة مقارنة أداء الصندوق مع صناديق أخرى في القطاع نفسه لضمان تماثل مستويات المخاطرة عند المقارنة، وذلك للحصول على تقييم أكثر عدالة.

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية، حتى أصبحت تدار من قبل مديرين محترفين، لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزاً، ونشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق، أحدهما يعرف

---

(1) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع

سابق، ص 87.

بأسلوب "الإدارة السلبية" ويعرف الآخر بأسلوب "الإدارة النشطة أو الإيجابية"، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي: (1)

أسلوب الإدارة السلبية، يتم عن طريقه توزيع المبالغ المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر القطاع أو المؤشر العام للسوق وعلى سبيل المثال، قد يستثمر مدير الصندوق في أسهم مؤشر قطاع الصناعة، ما يعني استثماره في كل أسهم قطاع الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق والتي لا يقوم فيها مدير الصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق لتحفيز أدائه لأداء المؤشر المعني.

يقوم معظم المستثمرين بتقييم الصناديق الاستثمارية باستخدام مبادئ التحليل الأساسي بدلاً من التحليل الفني. وتميل الصناديق المشتركة إلى أن تكون استثمارات طويلة الأجل، وشراء واستبقاء، والتحليل الفني هو الأنسب للتداول على المدى القصير. ومع ذلك، ينبغي ألا يغفل المستثمرون قيمة بعض المؤشرات الفنية المشتركة لتوفير رؤى تجارية لأي نوع من الاستثمار أو الأدوات المالية تقريبا.

#### أولاً: خطوط الاتجاه :

يبدأ معظم التحليل الفني بخطوط الاتجاه، وهي خطوط تربط بين نقاط سعرية متعددة وتمتد إلى المستقبل لتحديد اتجاهات الأسعار ومجالات الدعم/ المقاومة. بالنسبة للصناديق الاستثمارية، انظر إلى الرسم البياني للسعر على المدى الطويل من أجل

---

(1) قريط، عصام. أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد - 25 العدد الثاني.

تحديد اتجاهه. ويمكن رسم خط الاتجاه من خلال رسم خط يربط بين مستويات متعددة من صندوق الاستثمار المشتركة مع مرور الوقت. وقد يكون الصندوق قد اختبر هذا الاتجاه في مناسبات عديدة على مر السنين. إذا كان سعر الصندوق يكسر بشكل قاطع من خلال خط اتجاه راسخ وطويل الأجل، فهو إشارة هبوطية. يجب على المستثمر في مثل هذا الصندوق أن ينظر في بيع ممتلكاته إذا كان هذا يحدث وعلى العكس من ذلك، فإن الاختراق فوق خط اتجاه محدد جيداً قد يكون إشارة صعودية، مما يشير إلى أن المستثمر يجب أن يبقى في الصندوق.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: المتوسطات المتحركة

المتوسطات المتحركة هي متوسطات بيانات السلاسل الزمنية مثل الأسعار. يمكن للمستثمرين استخدام هذه لتحديد اتجاهات الأسعار لصندوق الاستثمار المشترك. يشير المتوسط المتحرك الصاعد إلى أن الصندوق في اتجاه صاعد، في حين أن انخفاض المتوسط المتحرك سيشير إلى أنه في اتجاه هبوطي. وهناك تطبيق رئيسي آخر ينشأ عن تقاطع متوسطين متحركين، على سبيل المثال، المتوسط المتحرك على المدى القصير والمتوسط المتحرك لـ 20 يوماً والمتوسط المتحرك على المدى الطويل والذي يبلغ 200 يوم. إذا كسر المتوسط المتحرك لـ 20 يوماً فوق المتوسط المتحرك لـ 200 يوماً، فسيعتبر ذلك إشارة صعودية لصندوق الاستثمار المشترك. على العكس من ذلك، إذا كسر المتوسط المتحرك لـ 20 يوماً دون المتوسط المتحرك لـ 200 يوماً، فإن ذلك سيكون إشارة هبوطية. ويعتبر المتوسط المتحرك لمدة 200 يوم مؤشراً فنياً رئيسياً، حيث تعتبر الفواصل فوقها أو دونها إشارات

---

<sup>(1)</sup> قريط، عصام. أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 63.

تجارية هامة. وهي مناسبة بشكل خاص للتحليل الفني لصناديق الاستثمار المشتركة نظراً لطبيعتها على المدى الطويل .

#### ثالثاً: مؤشر القوة النسبية :

مؤشر القوة النسبية مؤشر زخم يقارن حجم المكاسب الأخيرة بالخسائر الأخيرة من أجل تقييم ما إذا كان الصندوق المشترك مبالغاً فيه أو مبالغاً في البيع. يشير مؤشر القوة النسبية فوق 70 إلى أن الصناديق المشتركة هي مبالغاً في الشراء وقيمتها مبالغ فيها وتستعد للتراجع. يشير مؤشر القوة النسبية أقل من 30 إلى حالة ذروة البيع التي قد تؤدي إلى ارتداد، مما قد يعزز قرار شراء المستثمر قيمة.

#### رابعاً: الدعم والمقاومة :

يتم تشكيل مستوى الدعم عند تداول صناديق الاستثمار إلى مستوى معين ثم الارتداد مرة أخرى مع مرور الوقت، يصبح هذا المستوى مجالاً قوياً لدعم الصندوق المشترك على العكس من ذلك، يتم تشكيل منطقة مقاومة عندما يكون الصندوق غير قادر على كسر فوق مستوى سعر معين. <sup>(1)</sup> وبعيداً عن هذه الاختبارات للدعم والمقاومة، وأكثر تواتراً من أن الصندوق يتجه لأسفل أو يصل إلى مستوى الدعم أو المقاومة، كلما أصبحت أكثر هدوءاً. كسر الدعم طويل الأجل هو هبوطي جداً وقد يشير إلى الهبوط الكبير لصندوق الاستثمار المشترك. التحرك فوق المقاومة على المدى الطويل صعودي جداً وإشارات صعودية كبيرة .

---

(1) هندي، منير إبراهيم ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص 8.

## خامساً: التشكيلات البيانية :

هناك عدد من أنواع الرسوم البيانية المختلفة المستخدمة في التحليل الفني، والأكثر شيوعاً هو المخططات الخطية والمخططات الشريطية. المستخدمون المتقدمون قد يفضلون الرسوم البيانية الشمعدان إلى الرسوم البيانية نقطة والشكل. ويمكن تفسير التشكيلات البيانية لصندوق الاستثمار المشترك بطريقة مماثلة للأسهم. على سبيل المثال، يفسر نمط الرأس والكتفين على أنه هبوطي تماماً بالنسبة للصندوق، في حين يعتبر نمط الرأس والكتفين العكسي إشارة صعودية. نمط الرسم البياني الذي يسهل تحديده ويحظى بدرجة عالية من الموثوقية هو الأعلى أو الأسفل المزدوج أو الثلاثي. وعادة ما يتم تشكيل قمة مزدوجة أو ثلاثية أعلى بعد فترة طويلة ويشير إلى انعكاس الاتجاه الوشيك؛ إذا كان الصندوق المشترك الذي يتجه أعلى غير قادر على اختراق هذا التكوين، قد يكون رأسه أقل. وعلى العكس من ذلك، فإن الصندوق الذي شكل قاعاً مزدوجاً أو ثلاثة أضعاف قد يكون مستعداً للتحرك صعودياً.<sup>(1)</sup>

## خلاصة القول

في حين أن الصناديق الاستثمارية لا تتاح بسهولة للتحليل الفني، يمكن للمستثمرين تطبيق بعض المؤشرات الفنية المشتركة بشكل مفيد للتنبؤ بتحركات صناديق الاستثمار المشتركة. وتستخدم المؤشرات الفنية مثل خطوط الاتجاه، والمتوسطات المتحركة، ومؤشرات القوة النسبية، وتشكيلات الرسم البياني على نطاق واسع في تحليل صناديق الاستثمار المشتركة لأنها توفر إشارات موثوقة يسهل تفسيرها.

---

(1) هندي، منير إبراهيم ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع

سابق، ص 10.

## سادساً: سلبيات الاستثمار في صناديق الاستثمار

يمكن إيجاز أهم الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار في:

1. أن أحد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في صناديق الاستثمار، أنه ليس لديه أي سلطة على ما يتم شراؤه من أوراق مالية في الصندوق الذي يتم استثمار أمواله فيه، مما يتطلب التعرف والبحث عن أعمال مدير المحفظة المناسب قبل الاستثمار في ذلك الصندوق.

2. ارتفاع تكلفة إدارة الصندوق مما يؤثر على العقد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية وكذلك من سلبيات صناديق الاستثمار هي نقص في المعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.<sup>(1)</sup>

3. يوجد تداخل في أهداف الاستثمار، قد يحقق صندوق الاستثمار نمو مستوى للمخاطر أقل من مستوى مخاطر صندوق يهدف إلى الحصول على العائد.

4. تدار صناديق الاستثمار في بعض الأحيان بغير الطريقة المعلن عنها، فمثلاً نجد أن الصندوق قد يعلن أنه صندوق محافظ أي يختار الاستثمارات بحيث تخفض المخاطر والتقلب إلى أدنى الدرجات، إلا أنه يدار بطريقة مجازفة تضع المال في أسهم شركة صغيرة فائقة التقلب.

5. يكون المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تتخضع قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق، وقيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.<sup>(2)</sup>

---

(1) عبد الحميد 2010م، ص 34

(2) حنفي 1995م، ص 301

## من عيوب الصناديق الاستثمارية

• **عدم جدوى الإدارة المحترفة في الأسواق الكفوءة:** كما ذكرنا في الفصل الثاني: مفاهيم الاستثمار فإن الإدارة النشطة (ولو كانت محترفة) تكون عادة غير ذات جدوى في الأسواق عالية الكفاءة (كالسوق الأمريكي) التي يندر أن يتغلب فيها مدير صندوق على السوق ككل باستمرار، ولكن المدير يظل يجني رسوم الإدارة النشطة، وبالتالي يكون من الأجدى الاستثمار في هذه الحالات عبر استراتيجيات ساكنة تحاكي المؤشر وتخفّض التكاليف. ولكن في الأسواق النامية والأقل كفاءة يكون هناك مجال للمدير المحترف بأن يتغلب على السوق وبالتالي أن يبرر أتعاب إدارته.

**مشاكل الحجم:** بالرغم من أن اقتصاديات الحجم لصناديق الاستثمار تمنحها ميزات لا تتوفر للكثير من الأفراد، إلا أنها تأتي أحياناً ببعض العيوب التي من أهمها أن بيع وشراء الأسهم دون التسبب بتحريك السعر يكون أمراً صعباً نظراً لحجم صفقات الصندوق الكبيرة، الأمر الذي قد يقلل من مرونة الصناديق وقدرتها على اقتناص الفرص. وبالطبع هذه مسألة نسبية تكون أكثر انطباقاً على الصناديق كبيرة الحجم وأقل انطباقاً على الصناديق الصغيرة.

**فقدان السيطرة واحتمال تضارب المصالح:** بخلاف التداول الذي يمنح المستثمر حرية اختيار الأسهم بنفسه، فإن الحق في اتخاذ قرارات صناديق الاستثمار مقصور على مديرها. ولذا قد يحس المستثمر بفقدان السيطرة على مدّخراته أو حتى بالريبة من مدير الاستثمار ومدى سعيه لمصلحة المستثمرين. وبالأخص لأن مدير الصندوق هو أيضاً المروج والبائع له مما يحتمل معه أن يغلب مصلحته كمدير ومسوّق للصندوق على مصلحة العميل، وذلك عن طريق تسويق صناديقه الاستثمارية سواء كانت هي الأفضل أو لا. ومن الطرق لتخفيف هذا العيب هو الاشتراك في صناديق الاستثمار عبر مستشار مستقل ومحترف لديه مختلف الصناديق من مختلف المدراء



الاستثماريين، الأمر الذي يمكنه التوصية بالصندوق أو الصناديق الأفضل (بغض النظر عن الجهة التي تديره) ومن ثم مراقبة مدراء هذه الصناديق للتأكد من محافظتهم على مصلحة المستثمر.

### ثامناً: إيجابيات الاستثمار في محافظ وصناديق الاستثمار

1. التنوع: أي أنّ محافظ وصناديق الاستثمار تُوفّر سلّةً من الأوراق الماليّة المُتنوّعة التي تُساهم في تنويع مُحتويات المحفظة الاستثماريّة . ويمكن تنويع صناديق الاستثمار من حيث أهدافها من إتاحة الفرصة أمام قطاع عريض من المستثمرين للاستثمار في هذه الصناديق حسب أهداف كل منهم الاستثمارية.
2. فعاليّة الحسابات الصّغيرة: إذ تُوفّر محافظ وصناديق الاستثمار المُشتركة العديد من أنواع الأسهم، ممّا يُساعد المُستثمرين أصحاب رؤوس الأموال الصغيرة في شراء الأسهم المُناسبة لحجم استثماراتهم .
3. الاحترافيّة في إدارة الأموال: إذ تتمّ إدارة محافظ وصناديق الاستثمار من خلال الاعتماد على مُدراء الاستثمار الذين يمتلكون خبرةً في هذا المجال، وتعتمد عليهم الشّركات المُتخصّصة في إدارة محافظ وصناديق الاستثمار المُشتركة.
4. تمكن محافظ وصناديق الاستثمار من تخفيض حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال ما تقوم به من تنويع في محفظة الأوراق الماليّة.
5. توفر محافظ وصناديق الاستثمار السيولة للمستثمر حيث يمكنه استرداد قيمة الوثائق التي اشتراها من هذه الصناديق في الوقت الذي يراه أو عند نهاية أجل الصندوق.
6. تحقق محافظ وصناديق الاستثمار المرونة للمستثمر حيث يمكنه في حال تغير أهدافه الاستثمارية أن يحول استثماراته من صندوق لآخر.

7. أن محافظ وصناديق الاستثمار تعتبر قاعدة كبيرة يتجمع فيها عدد كبير من المستثمرين وبالتالي يمكن الاستفادة من خبراتهم.

## **الخاتمة وتشمل**

**أولاً: النتائج**

**ثانياً: التوصيات**

## أولاً: النتائج

1. وجود تباين واضح في وجهات نظر الباحثين حول مفهوم محافظ وصناديق الاستثمار، وأنواعه ومدائل دراسته في التنمية الاقتصادية في السودان.
2. صاحبت قيام الصناديق الاستثمارية بعض السلبيات تمثلت في صغر حجم رأس المال المكتتب فيها عن حجم رأس المال الكلي لهذه الصناديق مما يقلل من دورها كمؤسسة استثمارية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
3. تسهم محافظ وصناديق الاستثمار مساهمة كبيرة في تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية بما يعود بالفائدة على المستثمرين وشركات الاستثمار في تنشيط ودعم الاقتصاد الوطني.
4. يرجع نجاح أداء محافظ وصناديق الاستثمار بدرجة كبيرة في مهارة وخبرة مدير الاستثمار فعادة ما يقرن المستثمرين تميز أداء محافظ وصناديق الاستثمار وراء تميز أداء الإدارة.
5. أظهرت نتائج البحث أن هناك تبايناً في تقييم أداء محافظ وصناديق الاستثمار مع تباين الأساليب الكمية المستخدمة في هذا التقييم والمتمثلة بمعدل العائد البسيط ومؤشر الأسواق المالية.
6. تبين وجود علاقة قوية بين عوائد محافظ وصناديق الاستثمار وبين مؤشر السوق وكانت هذه العلاقة موجبة، مما يعني أن عوائد محافظ وصناديق الاستثمار تتحرك ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً لحركة عوائد مؤشر سوق الأوراق المالية.
7. تمثل الصناديق الاستثمارية محفظة عامة تشارك فيها كل من يرغب في الاستثمار كما توجد محافظ خاصة يديرها البنك لصالح عميل أو عملاء محدودين وتتناسب مع مكونات المحفظة وظروف العميل الشخصية من حيث رأس المال.

## ثانياً: التوصيات:

توصل الباحث إلى مجموعة من التوصيات تتمثل في:

1. إنشاء محافظ وصناديق استثمارية في السودان لما لهذه المحافظ والصناديق من أهمية كبيرة في تعزيز الوعي الادخاري لدى صغار المستثمرين ولما لهذه المحافظ والصناديق من دور في تعزيز نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.
2. الاستفادة من الخبرات والكوادر المتخصصة المتاحة في شركات الاستثمار المالي العاملة في السودان في تأسيس محافظ وصناديق استثمار متنوعة تتناسب مع التفضيلات المتنوعة للمستثمرين.
3. تنويع مجالات عمل الصناديق الاستثمارية لتقليل نسبة المخاطر عن طريق التنويع الجيد وتحقيق عوائد مجزية.
4. التشجيع على إصدار المزيد من الصناديق ذات المكونات المتعددة حتى تحدث حركة تداول إيجابية في سوق الأوراق المالية.
5. إعادة النظر في مكونات المحافظ الاستثمارية للصناديق ومعرفة أسباب تدني أدائها، أو عدم قدرتها على تحقيق فروق معنوية بين أداء الصناديق وبين أداء محفظة المؤشر العام للسوق.
6. زيادة التراخيص اللازمة لإنشاء المزيد من المحافظ والصناديق والعمل على تشجيع المنافسة بين تلك الصناديق ومن ثم تخفيض تكاليف المعاملات.
7. دعم الدور الرقابي على نشاط محافظ وصناديق الاستثمار وتشكيل جهة متخصصة ومستقلة عن إدارة الصناديق، لمتابعة وتقييم أداء الصناديق في السوق لاتاحة الفرصة أمامهم لمتابعة نشاط تلك الصناديق من ناحية، ولدعم الثقة في نتائج أعمالها من ناحية أخرى.

### ثالثاً: مقترحات لبحوث مستقبلية:

1. دور بنك الاستثمار المالي في إنشاء وتطوير محافظ وصناديق الاستثمار بالسودان.
2. أهمية الدور الرقابي في تقييم وأداء صناديق الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

## قائمة المصادر والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: الكتب

1. احمد سعد عبد الطيف، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (1998م).
2. أزهرى الطيب الفكي احمد، أدوات الاستثمار في أسواق المال، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق الخرطوم للأوراق المالية، رقم3، 2017م).
3. أزهرى الطيب الفكي احمد، الاستثمارات في أسواق المال ومخاطره، (الخرطوم: سلسلة مطبوعات سوق الخرطوم للأوراق المالية، رقم4، 2017م).
4. أشرف داوابة، الأسواق المالية، دار صادر، بيروت، 1999م.
5. آل سليمان، مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، 1426هـ..
6. أمين السيد احمد لطفي، الأصول المنهجية الحديثة لدراسات الجدوى المالية للاستثمار - منهج التخطيط والرقابة على اقتصاديات المشروعات الاستثمارية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1998م).
7. ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية، (القاهرة: ايتراك للنشر والتوزيع، 2002م).
8. جمال جويدات، الأسواق المالية والنقدية، (عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2002م).
9. جمال جويدات، الأسواق المالية والنقدية، (عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2002م).



10. جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ غير مذكورة؛ 1998م.
11. جمهورية السودان، نشرة الإصدار أسواق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2013م).
12. جمهورية السودان، نشرة الإصدار أسواق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2013م).
13. جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 1999م).
14. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، (القاهرة: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 2000م).
15. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، (القاهرة: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 2000م). السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (عمان: دار الفكر، 2010م).
16. حسين، مجيد علي حسن، التحليل الاقتصادي الكلي، (عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004م).
17. الخضيرى محسن أحمد؛ كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة؛ اينزاك للنشر والتوزيع؛ مصر 1999م.
18. د. منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، صناديق الاستثمار، د. نزيه مبروك.
19. دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2007م).

20. الدسوقي إيهاب؛ **اقتصاديات كفاءة البورصة؛** دار النهضة العربية؛ القاهرة - 2000.
21. رمضان زياد، د. مروان شموط، **الأسواق المالية،** (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2007م).
22. سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية،** (القاهرة: الطبعة الأولى، 1996م).
23. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير،** (عمان: دار الفكر، 2010م).
24. شوقي عزمي محمود - **أساليب الاستثمار في الأوراق المالية،** (رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة جامعة الزعيم الأزهرى 2002م).
25. صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية،** (القاهرة: عالم الكتب، 2003م).
26. طاهر حيدر حردان: **مبادئ الاستثمار،** دار المستقبل للنشر، الأردن، 1997.
27. عبد الغفار حنفي، **إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،** الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007.
28. عبد الغفار علي حنفي، د. رسمية زكي قرياقص، **سوق المال وتمويل المشروعات،** (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2011م).
29. عبد الفضيل محمد احمد، **دليل المستثمر إلي بورصات الأوراق المالية،** (عين شمس: دار جامعة عين شمس، ط1، 2000م).
30. عبد المجيد الصلاحين، **الصناديق الاستثمارية،** مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الأسواق المالية، د. أشرف دوابة.

31. عبد المعطي رضا أرشيد، حسين علي خربوش: الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن، 1999.
32. عبد المعطي رضا أرضيد، د. حسين علي خربوش: الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن 1999.
33. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009.
34. عقيل جاسم: مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999،
35. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1999م).
36. فريد أورتل، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف 2000م.
37. كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بو علي، (الجزائر: العدد 11، 2014).
38. محمد ادم بوحاقي، أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية، (تونس: صفاقص، 2001م).
39. محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (بيروت: دار الفكر للطباعة والنشر، ط1، 2002م).
40. محمد مطر : إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن.

41. مروان شموط، د. كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م).
42. مطر محمد؛ إدارة المحافظ الاستثمارية؛ مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع؛ عمان؛ الأردن 1999م.
43. مطر، محمد . إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، 2005
44. معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار 14 صناديق الاستثمار.
45. مقابلة شخصية مع إدارة البحوث والتطوير، سوق الخرطوم للأوراق المالية، (الخرطوم: الموقع الجديد، 2018/2/17م).
46. ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي : أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، الأردن، 1999.
47. نايف علي عبيد، العولمة والعرب، مجلة المستقبل العربي العدد 221
48. نزيه مبروك، صناديق الاستثمار، د. منير هندي، صناديق الاستثمار، الأسواق المالية، د. أشرف داوابة.
49. الهادي ادم محمد، نظرية المحاسبة، ط7، (الخرطوم: شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، 2014م).
50. هندي إبراهيم؛ صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر -1999.
51. هندي، منير إبراهيم . الأوراق المالية وأسواق المال، 2007، منشأة المعارف بالإسكندرية.

52. هندي، منير إبراهيم .أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، 2001 .
53. هندي، منير إبراهيم .الأوراق المالية وأسواق المال، 2007، منشأة المعارف بالإسكندرية.
54. هندي، منير إبراهيم، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 2003م.
55. هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، (الأردن: دار صفاء للطباعة والنشر، 2003م).

#### ثالثاً: الرسائل العلمية:

##### أ/ رسائل الدكتوراه:

1. محمد اسحق عبد الرحمن عيسي، دور جودة المراجعة وحوكمة الشركات في تقليل مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، في المحاسبة، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2013م.

##### ب/ رسائل الماجستير:

1. محمد اسحق عبد الرحمن عيسي، دور جودة المراجعة وحوكمة الشركات في تقليل مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، في المحاسبة، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2013م.
2. محمد عبد الله محمد أحمد - دور بنك الاستثمار المالي في التنمية الاقتصادية في السودان، (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا 2013م)

3. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الجزائر، 2012م.
4. طه حسين يوسف عبيد، **اثر جودة المعلومات المحاسبية على قرارات المستثمر في ظل مخاطر السوق المالية**، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة في المحاسبة، 2011م).
5. ريم زوباري، **التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخداماتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية**، 2008 ، أطروحة دكتوراه جامعة دمشق.
6. عثمان حسن بشير جابر - **أثر مخاطر الاستثمار في محافظ الأوراق المالية على تعظيم قيمة المنشأة** (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشور جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات العليا 2006م).
7. إيمان محمد عثمان - **دور بنوك الاستثمار المالي في تنشيط أسواق الأوراق المالية**، (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المصارف - غير منشور، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا لكلية الدراسات العليا 2005م).
8. حسين حسين شحاتة، **منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005.
9. صفوت عبد السلام عوض الله، **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم

الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005.

10. عبد الله إدريس العباس محمد - تجربة صناعة وإدارة صناديق الاستثمار بالسودان ودورها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، (بحث تكميلي لنيل درجة الدبلوم العالي في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2004).

11. خالد محمد آدم - تقييم الأوراق المالية من وجهة النظر المحاسبية - (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، غير منشور، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات العليا 2002م).

12. محمد عبد القادر محمد، معوقات الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية - (بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة - غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا 2000م).

#### ج/ الأوراق العلمية :

1. أزهرى الطيب الفكي، ورقة منشورة عن دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في دفع عجلة النشاط الاقتصادي في السودان، (الخرطوم: يوليو 2014م).

#### رابعاً: المجالات والدوريات:

1. إسماعيل محمود إسماعيل، دور القوائم المالية المعدة وفق (IFRS) في توجيه الاستثمارات، (القاهرة: جامعة عين شمس، كلية التجارة)، مجلة الفكر المحاسبي، العدد 1، يونيو 2008م.

2. حمد الحسن محمد احمد الخليفة، تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية بالإشارة إلى تجربة السودان، مجلة المصرفي، العدد 37، 2005م.

3. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، الثاني والعشرين 2016 م.
4. قريط، عصام .أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد - 25 العدد الثاني. 2009 .
5. كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسبية بن بو علي، (الجزائر: العدد11، 2014 ) .
6. وزارة الاستثمار/ إدارة العلاقات الخارجية 2010م.

#### خامساً: المراجع الأجنبية

1. "MUTUAL FUNDS - Why Do People Buy Mutual Funds?", Investor.gov, Retrieved 12-3-2017. Edited.
2. Alain Choinel, et Gerard, Rouyer, **Ies Marehes Financiers Structures et Acteurs, Banque Editeur**, paris, 7eme edition, 1999..
3. Bruno Solnik, **Ciestion Financiere de Ientreprise**, Seme edition. Nathon, paris, 1997.
4. Ehrhardt, Michael C. **Financial Management Theory & Practice**, 10th Ed, 2002, South- Western
5. Gitman, Lawrence J. **Fundamentals of Investing**, 9<sup>th</sup> Ed, 2005, Pearson
6. Investopedia Staff, "**Mutual Funds: Different Types Of Funds**", Investopedia, Retrieved 12-3-2017. Edited.
7. Joshua Kennon (2-8-2016), "**The Basics of Mutual Funds**" ،the balance, Retrieved 12-3-2017. Edited.
8. Madura, Jeff. **Financial Market & Institutions**, 1992, West Publishing Company
9. Ray H Garrison & Other, **Managerial Accounting**, 12.ed., (N.Y:MC Graw- Hill, 2008).



**سادساً: المواقع الالكترونية:**

موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2018/12/22 الساعة 3:00

<http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>

موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2018/12/22 الساعة 2:30

<http://www.kse.sd/userFiles/File/ksE.pdf>

[22http://www.isc.gov.io/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page\\_ID=2268](http://www.isc.gov.io/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_ID=2268)

2018/12/25 الساعة 3:30

2018/12/25 الساعة 4:30 [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)