

جامعة حسية بن بو علي بالشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية
دراسة تجارب بعض الدول العربية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير
تخصص: محاسبة ومالية

تحت إشراف الأستاذ:

د. بن علي بلعزوز

إعداد الطالبة:

فتيحة كحلي

لجنة المناقشة

رئيسا	أستاذ محاضر	د. منير نوري
مقررا	أستاذ التعليم العالي	د. بن علي بلعزوز
ممتحنا	أستاذ محاضر	د. جمال الدين سحنون
ممتحنا	أستاذ محاضر	د. نبيل بوفليح

السنة الجامعية: 2010-2011

كلمة شكر

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، وأتم الصلاة

وأفضل التسليم على أشرف المخلوقات سيدنا محمد وعلى آله وصحبه إلى يوم الدين، وبعد:

فإنني أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي الدكتور بلعزوز بن علي من

خلال إشرافه على هذه المذكرة، كما أشكره على ما كرسه من جهد ووقت في متابعة هذه

المذكرة وتقويمها،

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول

مناقشة هذه المذكرة وتنقيحها وتصويب ما فيها من أخطاء،

وجزي الله كل من ساهم في إنجاز هذا العمل كل خير.

وفي الأخير أسأل الله العلي القدير أن ينفع بهذا العمل قارئه، وأن يتقبله في ميزان

الحسنات، إنه سميع قريب مجيب الدعوات.

إهداء

أهدي هذا العمل

إلى "أمي"

حفظها الله بعين رعايته وكألاها بوفاء الصحة وأطال عمرها بالطاعة والعافية

إلى روح "والدي" الطاهرة رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه

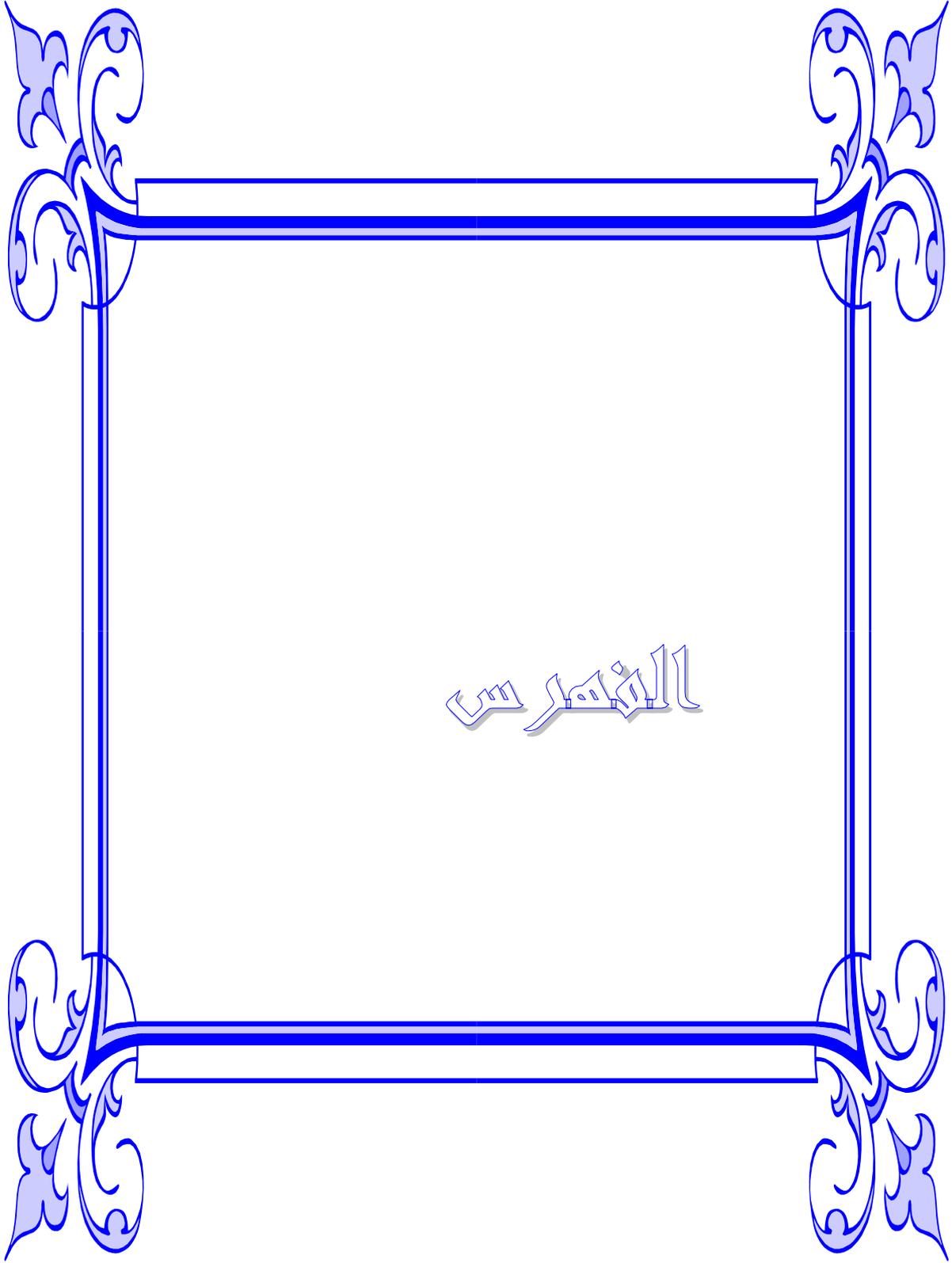
إلى شقائق قلبي "أختي فضيلة وأخي محمد وأحمد"

حفظهم الله ورعاهم

على الهدى لمن استهدى أدلاء
فالناس موتى وأهل العلم أحياء

ما الفخر إلا لأهل العلم إنهم
ففرز بعلم تعش به حيا أبدا

الطالبة: فتحة كحلي



القمرى

كلمة شكر

إهداء

I-VI الفهرس

VII-VIII قائمة الجداول

IX قائمة الأشكال

أ-و مقدمة

الفصل الأول: صناديق الاستثمار التقليدية

01 تمهيد

02 المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار

02 المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار، تعريفها، وأهدافها

02 الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار

04 الفرع الثاني: تعريف صناديق الاستثمار

05 الفرع الثالث: أهداف صناديق الاستثمار

06 المطلب الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات الاستثمار

06 الفرع الأول: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك

07 الفرع الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بشركات الاستثمار

07 المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

07 الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال

09 الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها

11 الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأهداف التي تسعى لتحقيقها

13 الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار النطاق الجغرافي

13 الفرع الخامس: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار العائد

14 الفرع السادس: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار السياسات الاستثمارية المتبعة

15 الفرع السابع: أنواع أخرى لصناديق الاستثمار

17 المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار

17 المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

17.....	الفرع الأول: مكونات الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار
19.....	الفرع الثاني: عدم ثبات رأس مال الصندوق
20.....	المطلب الثاني: إدارة صناديق الاستثمار وآلية الاستثمار فيها
21.....	الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار
23.....	الفرع الثاني: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار
28.....	المطلب الثالث: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار وسياستها التسويقية
28.....	الفرع الأول: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار
30.....	الفرع الثاني: السياسة التسويقية لصناديق الاستثمار
31.....	الفرع الثالث: دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار
32.....	المبحث الثالث: أصول صناديق الاستثمار
32.....	المطلب الأول: محافظ صناديق الاستثمار
32.....	الفرع الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية ومكوناتها
36.....	الفرع الثاني: أنواع أسواق الاستثمار
38.....	المطلب الثاني: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار
38.....	الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية
41.....	الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار
46.....	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار
46.....	الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار
49.....	الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار
52.....	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية
53.....	تمهيد
54.....	المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار الإسلامية
54.....	المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية وخصائصها
54.....	الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية
55.....	الفرع الثاني: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية
57.....	المطلب الثاني: ضوابط استثمار الصناديق الإسلامية والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية

- 57..... الفرع الأول: ضوابط استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية.
- 58..... الفرع الثاني: الفرق بين الصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية.
-
- 58.... **المطلب الثالث: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية وأهمية البنوك الإسلامية لها**
- 58..... الفرع الأول: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية.
- 59..... الفرع الثاني: أهمية البنوك الإسلامية بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية.
-
- 60..... **المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار الإسلامية**
- 60..... **المطلب الأول: أقسام صناديق الاستثمار الإسلامية.**
- 60..... الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة.
- 60..... الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة.
- 61..... **المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية.**
- 61..... الفرع الأول: طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية.
- 62..... الفرع الثاني: طبيعة العلاقة بين الصندوق والمستثمرين.
- 63..... **المطلب الثالث: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.**
- 63..... الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار على أساس المضاربة.
- 64..... الفرع الثاني: إدارة صناديق الاستثمار على أساس الوكالة بأجر.
- 66..... الفرع الثالث: إدارة صناديق الاستثمار على أساس الحافز التشجيعي.
- 67..... الفرع الرابع: إدارة صناديق الاستثمار على أساس المشاركة.
- 67..... **المبحث الثالث: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار**
- 67..... **المطلب الأول: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكوناتها.**
- 67..... الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية.
- 69..... الفرع الثاني: صناديق الصكوك.
- 70..... الفرع الثالث: صناديق السلع.
- 70..... الفرع الرابع: الصناديق المتوازنة.
- 71..... **المطلب الثاني: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث أساليب الاستثمار فيها**
- 71..... الفرع الأول: صناديق المراجعة.

72.....	الفرع الثاني: صناديق السلم
72.....	الفرع الثالث: صناديق التأجير
73.....	الفرع الرابع: صناديق الاستصناع
75.....	الفرع الخامس: صناديق الاستثمار المبنية على أساس المشاركة
76.....	الفرع السادس: الصناديق المختلطة
76.....	الفرع السابع: الحكم الشرعي لصناديق التحوط
78.....	المطلب الثالث: أهمية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية
78.....	الفرع الأول: تعريف الرقابة الشرعية
79.....	الفرع الثاني: مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
80.....	الفرع الثالث: مرجعية الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
81.....	الفرع الرابع: الإجراءات التنفيذية للرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
82.....	المطلب الرابع: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية ومخاطرها
82.....	الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية
84.....	الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية
86.....	المبحث الرابع: الهندسة المالية الإسلامية ودورها في دعم عمل صناديق الاستثمار الإسلامية
86.....	المطلب الأول: مدخل إلى الهندسة المالية الإسلامية
86.....	الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
91.....	الفرع الثاني: أبعاد الهندسة المالية الإسلامية ومناهج تطوير منتجاتها
.....	
94.....	المطلب الثاني: منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية
94.....	الفرع الأول: المؤشرات المالية الإسلامية
95.....	الفرع الثاني: صكوك الاستثمار
102.....	المطلب الثالث: واقع إصدار الصكوك الإسلامية
102.....	الفرع الأول: تطور إصدار الصكوك الإسلامية عبر العالم
103.....	الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في الدول العربية
105.....	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية مع تقييم أدائها في بعض الدول العربية

106	تمهيد
107	المبحث الأول: واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية
107	المطلب الأول: التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الإسلامية
107	الفرع الأول: الأسواق الأساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية
108	الفرع الثاني: حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدارة حسب نوع الصندوق
109	المطلب الثاني: أداء صناديق الاستثمار الإسلامية
109	الفرع الأول: تطور صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية
111	الفرع الثاني: أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية
112	المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الصناديق الإسلامية ودور البنوك الإسلامية في تجاوزها
112	الفرع الأول: التحديات التي تواجه صناعة الصناديق الإسلامية
114	الفرع الثاني: توصيات تنشيط دور البنوك الإسلامية في مجال صناديق الاستثمار
115	المبحث الثاني: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي
115	المطلب الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي وصناديق الاستثمار وتطورها
115	الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي
116	الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في السعودية وتطورها
121	المطلب الثاني: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي
121	الفرع الأول: صناديق مصرف الراجحي
123	الفرع الثاني: صناديق شركة جدوى للاستثمار
124	الفرع الثالث: صناديق شركة إتش أس بي سي العربية المحدودة للاستثمار
126	المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأسهم السعودي
127	الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم المحلية
129	الفرع الثاني: تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية
131	الفرع الثالث: تقييم أداء صناديق الأسهم العربية
132	الفرع الرابع: تقييم أداء صناديق السندات الدولية
133	الفرع الخامس: تقييم أداء صناديق أسواق النقد
134	الفرع السادس: تقييم أداء الصناديق المتوازنة
136	الفرع السابع: تقييم تجربة السعودية في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

- المبحث الثالث: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. 137
- المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار بالكويت وتطورها..... 137
- الفرع الأول: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية..... 137
- الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في الكويت..... 138
- الفرع الثالث: تطور عدد صناديق الاستثمار وحجم الأصول المستثمرة فيها حسب نوع الصندوق .. 139
- الفرع الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية بالكويت 140
- المطلب الثاني: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية..... 141
- الفرع الأول: أداء صناديق شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية..... 141
- الفرع الثاني: أداء صناديق شركة بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" 146
- المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية 148
- الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم..... 148
- الفرع الثاني: تقييم أداء صناديق أسواق النقد..... 150
- الفرع الثالث: تقييم تجربة الكويت في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية 151
- المبحث الرابع: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية . 153
- المطلب الأول: مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية في البحرين 153
- الفرع الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية..... 153
- الفرع الثاني: مركز إدارة السيولة المالية 154
- الفرع الثالث: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف 155
- المطلب الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في البحرين وصناديق الاستثمار وتطورها 156
- الفرع الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية..... 157
- الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في البحرين..... 158
- الفرع الثالث: تطور حجم الاستثمارات القائمة في صناديق الاستثمار في البحرين..... 158
- المطلب الثالث: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية 160
- الفرع الأول: صناديق شركة الأوراق المالية والاستثمار (سيكو) 160
- الفرع الثاني: صناديق شركة مكاسب 162
- المطلب الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية..... 164

165	الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم.....
166	الفرع الثاني: تقييم تجربة البحرين في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية.....
168	خلاصة الفصل الثالث.....
169	خاتمة.....
172	قائمة المراجع.....

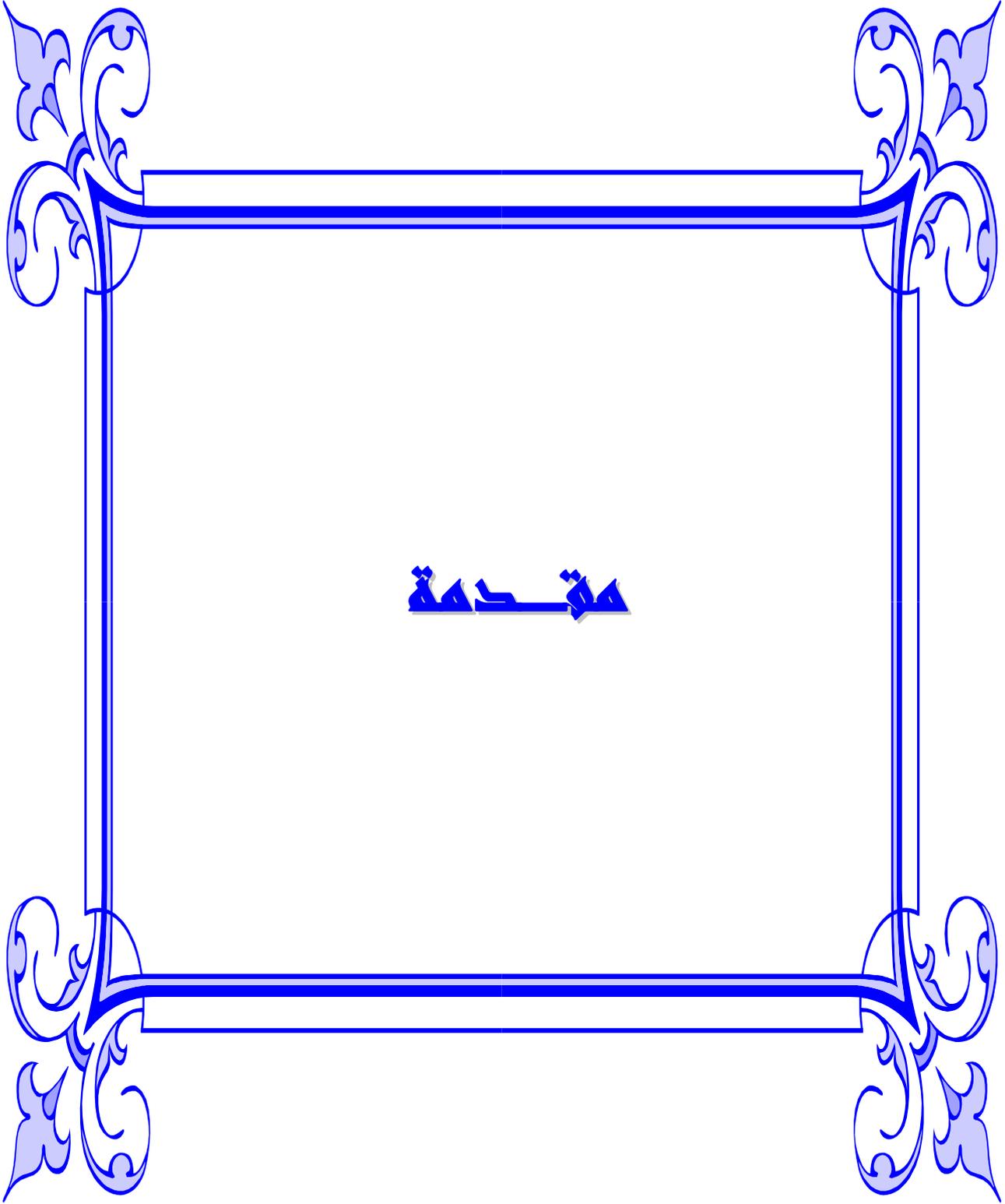
قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
35	أهم خصائص صناديق الاستثمار والمخاطر الاستثمارية	(1-1)
38	كيفية استفادة صناديق الاستثمار من الأسواق المالية	(2-1)
107	الأسواق الأساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم	(1-3)
119	نمو إجمالي الصناديق العاملة مع حجم الأصول المستثمرة، وعدد المشتركين فيها بسوق الأسهم السعودي	(2-3)
120	توزيع الصناديق الإسلامية بسوق الأسهم السعودي	(3-3)
122	تطور معدل أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع - دولار أمريكي	(4-3)
123	تطور معدل أداء صندوق الراجحي المتوازن الأول	(5-3)
123	تطور معدل أداء صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والإسمنت	(6-3)
125	تطور معدل أداء صندوق إتش أس بي سي أمانة للأسهم الأوروبية	(7-3)
125	تقييم صناديق شركة إتش أس بي سي العربية المحدودة للاستثمار	(8-3)
127	تقييم أداء صناديق الأسهم المحلية	(9-3)
129	تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية	(10-3)
131	تقييم أداء صناديق الأسهم العربية	(11-3)
132	تقييم أداء صناديق السندات الدولية	(12-3)
133	تقييم أداء صناديق أسواق النقد	(13-3)
134	تقييم أداء الصناديق المتوازنة	(14-3)
142	تطور أداء صندوق الدار العقاري	(15-3)
142	تطور أداء صندوق الدار للأوراق المالية	(16-3)
143	تطور أداء صندوق الدار للصناديق	(17-3)
143	تطور أداء صندوق الدار لسوق النقد	(18-3)
147	تطور أداء صندوق جلوبل الإسلامي	(19-3)
147	تطور أداء صندوق جلوبل للسوق النقدي	(20-3)
148	تطور أداء صندوق جلوبل المحلي	(21-3)
148	تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	(22-3)
151	تقييم أداء صناديق أسواق النقد المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	(23-3)

159	تطور إجمالي حجم الاستثمارات القائمة في صناديق الاستثمار بالبحرين	(24-3)
163	تطور معدل أداء صندوق مكاسب لصناديق الدخل	(25-3)
163	تطور معدل أداء صندوق مكاسب للنمو العربي	(26-3)
163	تطور معدل أداء صندوق الأصيل الإسلامي	(27-3)
164	تطور معدل أداء صندوق التوفيق للاتصالات العربية	(28-3)
165	تقييم صناديق الأسهم	(29-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
20	الهيكل التنظيمي والإداري لصندوق الاستثمار	(1-1)
102	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية	(1-2)
103	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في الدول العربية	(2-2)
109	حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدارة حسب نوع الصندوق	(1-3)
110	نمو عدد وحجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا	(2-3)
110	نمو عدد وحجم أصول صناديق الاستثمار التقليدية عالميا	(3-3)
121	توزيع أصول الصناديق الإسلامية بسوق الأسهم السعودي	(4-3)
139	هيكل صناديق الاستثمار في الكويت	(5-3)
141	عدد الصناديق الإسلامية والتقليدية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وحجم أصولها	(6-3)
161	توزيع أصول صندوق أسهم الخليج	(7-3)
161	توزيع أصول صندوق سيكو المالي العربي	(8-3)
164	توزيع أصول صندوق الأصيل الإسلامي	(9-3)



مقدمة

في ظل الأزمات التي تعصف بالنظام المالي العالمي وما يتبع ذلك من تأثيرات على باقي الاقتصاديات العالمية، تبرز صناعة التمويل الإسلامي كأكثر القطاعات تحركاً وتوسعاً، إذ قطع النظام المالي الإسلامي شوطاً كبيراً داخل الأسواق المالية العالمية كنموذج بديل قابل للتطبيق بفعالية، وما تزايد الوعي والطلب على الاستثمار وفقاً للمبادئ الإسلامية على نطاق عالمي إلا دليل على مدى مساهمة صناعة الخدمات المالية الإسلامية في دعم وانتعاش سوق الاستثمارات الإسلامية. فمع النمو المتواصل للعلوم المالية والمصرفية الإسلامية أصبحت صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية واحدة من الركائز الحيوية لغالبية البنوك والمؤسسات المالية، وهو ما يعكس سعي المستثمرين نحو الاستثمار في المنتجات الاستثمارية الإسلامية باعتبارها تلي الشروط الأخلاقية ومتطلبات المسؤولية الاجتماعية.

بالموازاة مع إنشاء البنوك الإسلامية تم إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في عدد من الدول كبديل عن صناديق الاستثمار التقليدية لتعمل على الاستثمار وفقاً للشريعة، ومما ساعد على إنشاء هذه الصناديق استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية، وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة.

تعتبر صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة العهد نسبياً، إلا أن إمكانيات نموها اليوم أكبر من أي وقت مضى، سواء من حيث عدد الصناديق، أو حجم الأصول الخاضعة للإدارة. وقد تمكنت هذه الصناديق من دخول المنافسة في أسواق المال العالمية في ظل تزايد عدد الجهات المصدرة وكذا المستثمرين الذين يسعون وراء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية باعتبارها بديلاً جذاباً لزيادة رأس المال وتنويع محافظهم الاستثمارية.

تقوم عقود وأنشطة الصناديق الإسلامية على أساس المشاركة وتجنب أي شبهة من الربا والغرر والمحرمات أياً كانت، ويكون استثمار الأموال فيها وفق أسس تعتمد التنويع والتوزيع الجغرافي كما تتميز بسهولة الاشتراك والتسييل، وبذلك أضحت محل ثقة المستثمرين، محققة لتطلعاتهم في تنمية ثرواتهم في بيئة إيجابية ناجحة تقوم على الخبرة المتخصصة وفقاً للضوابط الرقابية الصادرة عن هيئات الفتوى والبنوك المركزية. وقد تطورت صناعة هذه الصناديق في مجال إدارة الثروات مستفيدة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية في مقدمتها صكوك الاستثمار بأنواعها.

أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، ومع اتجاه الكثير من البنوك إلى تأسيس صناديق استثمار متنوعة فضلا عن قيام بعض البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإدخال هذه الصناديق ضمن نشاطها الاستثماري وتطوير أعمالها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية لذلك فقد أصبح من الضروري التعرف على مفهوم هذه الصناديق وسياستها الاستثمارية. كما تتجلى أهمية البحث في حاجة المجتمعات الإسلامية لدراسة هذه المواضيع ومعرفة موقف الشريعة الإسلامية منها وكذا إعطاء صورة واضحة لمن يريد معرفة المعاملات الاستثمارية بالصناديق ومدى مشروعيتها.

أهداف البحث

بناء على ما تقدم يهدف البحث إلى ما يلي:

1. محاولة التعرف على المبادئ والمفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار سواء كانت تقليدية أو إسلامية.
2. إظهار أهمية وجود صناديق إسلامية تعمل بأساليب شرعية كبديل عن صناديق الاستثمار التقليدية.
3. إظهار أهمية الصناديق الاستثمارية بالنسبة للاقتصاد الوطني ككل وكذا بالنسبة للمستثمرين من مؤسسات وأفراد.
4. الاستفادة من خبرات الدول العربية في إنشاء صناديق إسلامية ودعمها بمؤسسات شرعية متمكنة.
5. مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع أداء صناديق الاستثمار التقليدية ومعرفة أفضل الصناديق أداء خلال مرحلة الأزمة المالية العالمية.

إشكالية البحث

على ضوء ما تقدم يمكن طرح السؤال الرئيسي الآتي:

ما مدى فعالية أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية على مستوى الدول العربية؟

الأسئلة الفرعية

يمكن صياغة إشكالية البحث بالأسئلة الآتية:

1. ما المقصود بصناديق الاستثمار، وما هي آلية عملها ومختلف تقنيات التعامل فيها؟
2. ما هو الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية؟

3. ما هو واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية؟ وما هي التحديات التي تواجهها؟
4. ما هي الصناديق الأفضل أداء في ظل الأزمة المالية العالمية على مستوى الدول العربية؟

فرضيات البحث

انطلاقاً من الأسئلة الفرعية المطروحة، فإن هذا البحث يقوم على اختبار الفرضيات الآتية:

1. تعتبر صناديق الاستثمار أدوات مالية تنشئها المؤسسات المالية لغرض جمع المدخرات من الجمهور واستثمارها في سوق الأوراق المالية، وفقاً لآلية عمل معينة يحددها مدير الصندوق على أساسها يتم الاكتتاب في وحدات الصندوق.
2. تستثمر الصناديق التقليدية مدخرات الأفراد والمؤسسات في الأوراق المالية المصدرة من مختلف الشركات. بما فيها التي يكون نشاطها محرماً شرعاً، بينما تستثمر الصناديق الإسلامية في الأوراق المالية المصدرة من الشركات التي تلتزم بالضوابط الشرعية التي تحددها هيئة الرقابة الشرعية على مستوى الصندوق.
3. تعد صناعة الصناديق الإسلامية صناعة ناشئة مقارنة بصناعة الصناديق التقليدية، وتعتبر العراقيل القانونية والضوابط الشرعية من أهم التحديات التي تواجهها.
4. صناديق الاستثمار الإسلامية تعد المكان الأفضل لتوظيف مدخرات الأفراد والمؤسسات في استثمارات شرعية تتعد عما حرم الله وتحقق أعلى مستوى من المصلحة للمجتمع، وقد حققت أفضل أداء مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية في ظل الأزمة المالية العالمية على مستوى الدول العربية.

حدود البحث

يتم التركيز في الدراسة على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية في كل من المملكة العربية السعودية، دولة الكويت، ومملكة البحرين، وتم تحديد فترة الدراسة التي على أساسها يتم تقييم صناديق الاستثمار المدرجة في هذه الأسواق من سنة 2006م إلى غاية 2010م.

منهجية البحث

للإجابة على الإشكالية المطروحة يتم اعتماد في هذا البحث المنهج الوصفي في توضيح مختلف العناصر المرتبطة بصناديق الاستثمار الإسلامية، وأداته التحليل في قراءة المفاهيم وتجميع البيانات وتحليلها وتقييم تجارب بعض الدول. بالإضافة إلى المنهج الاستقرائي من خلال حساب مؤشر شارب في الفصل الثالث.

صعوبات البحث

- أثناء البحث تم مواجهة صعوبات في جمع البيانات والمعلومات والمتمثلة في الآتي:
- قلة مصادر المعلومات والبيانات الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية.
 - اختلاف الإحصائيات المتوفرة في مراكز الدراسات المالية.

الدراسات السابقة:

- 1- دراسة خالد بن علي ثويني الشبان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005م.

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار وكيفية التكييف الفقهي لها بالإضافة إلى التطرق لأساليب عمل صناديق الاستثمار الإسلامية، مع عرض واقع صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بالإضافة إلى إجراء تقييم لأداء كل من الصناديق التقليدية والصناديق الإسلامية المدرجة في السوق المالي السعودي والمقارنة بين أدائها.

- 2- دراسة عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة فقهية تأصيلية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، بجامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات 2005م.

تناولت الدراسة المسائل الفقهية الخاصة بالاستثمار عموماً وكذا أحكام الاستثمار في صناديق الاستثمار عند الفقهاء بداية من عقد تأسيسها وكيفية الاكتتاب فيها وصولاً إلى تصنيفها، من خلال بيان الضوابط الشرعية لأنشطة الصناديق التي تستثمر في الأسهم والسندات، وكذا كيفية إخراج زكاة الصناديق. ليتم إيجاز كل هذه الأحكام في معيار المحاسبة المالية رقم 14 الخاص بصناديق الاستثمار.

- 3- دراسة وليد هويل عولجان، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي الإمارات، 2007م.

نظراً للدور التنموي الذي تؤديه صناديق الاستثمار في مختلف مجالات الاقتصاد قامت الدراسة ببيان هذا الدور من خلال تناول مختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار، طبيعتها وأهميتها وبيان أنواعها ومزاياها، بالإضافة إلى إعطاء فكرة واضحة عن صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث أنواع هذه الصناديق وطبيعة النشاط الذي تقوم به.

- 4- دراسة عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية (تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك، جامعة الشلف، 2009م.

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية وكذا صناديق الاستثمار وكيفية مساهمة هذه الأخيرة في تنشيط الأسواق المالية من خلال عرض تجارب كل من مصر، السعودية، ودراسة توقعية

لصناديق الاستثمار في الجزائر، وتوصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار توفر القدرة على انتقاء الأوراق المالية، ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل وإدارة محافظ الأوراق المالية الأمر الذي يعمل على تداول الشهادات التي تصدرها صناديق الاستثمار في الأسواق المالية وبالتالي العمل على تنشيطها.

5- دراسة MOHD RAHIMIE BIN ABD KARIM, *Analysing The Characteristics And Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The Malaysian Case*, Doctoral thesis, Durham University, Malaysia, 2010

تناولت الدراسة استعراضا لتحليل خصائص وأداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا، من خلال فحص أداء الصناديق الإسلامية عن طريق إجراء استبيان تم تصميمه لمعالجة أربعة مجالات رئيسية وهي: تحليل العائد والمخاطرة، خصائص الصناديق الإسلامية؛ دراسة مدى الامتثال لمبادئ الشريعة وتأثيرها على أداء الصناديق الإسلامية؛ وكذا استكشاف الواقع الفعلي لعملية التمويل الإسلامي من قبل شركات إدارة الصناديق الاستثمارية من خلال المقابلات مع عينة من المشاركين. وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج مثيرة للاهتمام، إذ وجدت أنه تم إنشاء الصناديق القائمة على المبادئ الإسلامية عن طريق محاكاة الصناديق التقليدية وبالتالي هناك تشابه كبير بين الصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية من حيث بنيتها وعملياتها، في حين يمكن القول أن السبب الرئيسي وراء إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية هو الدافع الاقتصادي وليس الدافع الديني، كما وجدت الدراسة أن الصناديق الإسلامية التي تستثمر بشكل رئيسي في أسهم رأس المال تعد واسعة الانتشار وتفوق أدائها نسبيا على أداء الصناديق التقليدية، كما كشفت الدراسة أن هناك فجوة هائلة في مجال فهم مبادئ الشريعة الإسلامية واعتمادها في إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية.

ما يلاحظ من خلال استعراض الدراسات السابقة أنها تناولت جوانب متعددة:

- دراسة واقع صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وآثارها الاقتصادية.
- موضوع صناديق الاستثمار الإسلامية والأحكام والقواعد المتعلقة بالاستثمار فيها.
- دور صناديق الاستثمار في تحقيق التنمية الاقتصادية للوطن.
- التعريف بصناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية.
- خصائص أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا من خلال تحليل العائد والمخاطرة فيها.

أما ما تقدمه الدراسة الحالية فهو:

- صناديق الاستثمار التقليدية، آلية عملها ومخاطر الاستثمار فيها.
- صناديق الاستثمار الإسلامية، أنواعها، كيفية عملها، مزاياها، ومخاطر الاستثمار فيها.
- واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا وأهم التحديات التي تواجهها.
- تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية.

- عرض تجارب بعض الدول العربية الرائدة في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية.

أقسام البحث:

لمعالجة هذا البحث تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول كما يلي:

الفصل الأول: صناديق الاستثمار التقليدية، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول ماهية صناديق الاستثمار، أهميتها وأنواعها، بينما يتناول المبحث الثاني كيفية عمل صناديق الاستثمار، أما المبحث الثالث فتم تخصيصه لأصول صناديق الاستثمار وأساليب تقييمها.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث، في المبحث الأول يتم التطرق إلى ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية، أهميتها، أنواعها والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية، بينما يتناول المبحث الثاني نظام عمل الصناديق الإسلامية وكيفية إدارتها، أما المبحث الثالث فيتطرق إلى التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار وأهمي الرقابة الشرعية على معاملاتها. فيما يستعرض المبحث الرابع الهندسة المالية الإسلامية ودورها في دعم عمل الصناديق الإسلامية.

الفصل الثالث: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع تقييم أدائها في بعض الدول العربية، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث، يتضمن المبحث الأول واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم وأهم التحديات التي تواجهها. المبحث الثاني يتضمن واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي، بينما يتناول المبحث الثالث واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، أما المبحث الرابع فيتطرق إلى واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية.

الفصل الأول:

صناديق الاستثمار التقليدية

تمهيد

يحتاج الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى تخصص دقيق ودراية كافية بأحوال السوق من أجل تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية تحقق العائد المقبول للمستثمر، كما يتضمن هذا الاستثمار اغتنام الفرص المتميزة لتحقيق العوائد الأمر الذي يتطلب توفر موارد مالية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار وتغطية أية خسائر محتملة في بعض القطاعات بالمكاسب المحققة في بعضها الآخر. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى صناديق الاستثمار لتساعد صغار المدخرين على تجميع أموالهم وإدارتها من خلال مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها منفردين، وبذلك قامت شركات الاستثمار والبنوك التجارية وشركات التأمين بإنشاء صناديق الاستثمار حتى تتمكن من تجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية.

ومن خلال هذا الفصل سيتم تناول في البحث الأول مفهوم صناديق الاستثمار، أهدافها وأهم أنواعها. أما البحث الثاني فيتضمن نظام عمل الصناديق الاستثمارية من حيث آلية الاستثمار فيها، وكيفية إدارتها. بينما يتطرق البحث الثالث إلى أصول صناديق الاستثمار، أساليب تقييمها، وأهم مزايا ومخاطر الاستثمار فيها.

المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار إحدى الآليات الحديثة في الأسواق المالية التي توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في هذه الأسواق. فعادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة، بأن لا يستثمرها في أوراق مالية، نظراً لعدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته، لهذا وجدت صناديق الاستثمار كأداة استثمارية لمساعدة المدخرين على الاستثمار في السوق المالي.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار، تعريفها، وأهدافها

تعد الإدارة الجماعية للمدخرات أول أشكال الصناديق الاستثمارية، وقد ظهرت الإدارة الجماعية في صناديق المعاشات بهدف تمكين المتقاعدين عند بلوغهم سن التقاعد من مواجهة التزاماتهم وذلك باقتطاع جزء من أجورهم واستثمارها لتحقيق عائد مجزي يستفيد منه صاحبه عند بلوغه سن التقاعد.

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة مرت بالعديد من التطورات والتغييرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأت بتنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822 تلتها إنجلترا سنة 1870¹.

إلا أن البداية الحقيقية لصناديق الاستثمار بالمفهوم الحالي كانت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 عند إنشاء أول صندوق في بوسطن يحمل اسم *Massachusetts investment trust* بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، وعمل هذا الصندوق كأداة استثمارية لجامعة هارفارد². ثم في عام 1929 ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء الأنصبه القديمة دون المرور بالبورصة، وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من الصمود رغم انهيار أسواق رأس المال عام 1929 بينما لم تصمد الصناديق المغلقة بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها³. وعلى هذا فقد تدخل المشرع الأمريكي بإنشاء قانون شركات

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009، ص ص 215-216.

² John Wiley & Sons Ltd , *An Introduction To Mutual Funds World wide* -Ray Russell, England, 2007, p 08.

³ فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - دراسة تجريبية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، دمشق، سوريا، 2005-2006، ص 12.

الاستثمار في عام 1940 وحول إلى لجنة البورصة الأمريكية سلطات واسعة في الإشراف على صناديق الاستثمار وذلك لتنظيم العمل في هذه الصناديق بحيث يضمن الحقوق والالتزامات لكل من المستثمرين والصندوق والهيئات التي يتعامل معها، وقد أُلزم هذا القانون صناديق الاستثمار بضرورة الإفصاح عن جميع البيانات ونتائج الأعمال والقوائم المالية والتقييم مما يساعد المستثمرين على اتخاذ ما يرونه صائبا من قرارات¹، ويحتل قطاع صناديق الاستثمار المركز الرابع بين القطاعات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث الحجم بعد كل من البنوك التجارية، مؤسسات الادخار والقروض، وشركات التأمين.

كما شهدت الفترة ما بين الحرب العالمية الثانية انتشار الصناديق الاستثمارية على المستوى الدولي، إذ انتقلت إلى فرنسا عام 1945 بتأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت* مهمتها القيام بإدارة محافظ أوراق مالية مسعرة بالبورصة، وتعتبر تجربة فرنسا متميزة وفريدة، إذ احتلت المرتبة الأولى على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار، وقد مرت بعدة مراحل بداية من سنة (1945- 1964) وقد تميزت هذه المرحلة بصناديق الاستثمار المغلقة، أما المرحلة الثانية (1964- 1979) تميزت هذه المرحلة بظهور صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير**، كما ظهرت في سنة 1967 من المرحلة صناديق الاستثمار المشتركة، وكذلك تأسيس صناديق المشاركة العامة، وفي نهاية 1978 بلغ مجموع أصولها مستوى متواضعا يقدر بـ 47.5 مليون فرنك فرنسي، أما خلال مرحلة ما بين 1979 و1989 عرفت تطور سريع لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة إذ بلغت قيمة أصولها ما يقارب 1500 مليار فرنك فرنسي نهاية 1988².

أما في المنطقة العربية كانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار في عام 1979 في المملكة العربية السعودية بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري، وتتابع إنشاء صناديق الاستثمار السعودية ليلعب 52 صندوق استثماري عام 1992، وجميع هذه الصناديق سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها التي كان ميلادها في عام 1993. وبعد ذلك أخذ يتزايد عدد الصناديق التي تم إنشاؤها في السعودية وبمعدل 9 صناديق سنويا ليلعب عددها 117 صندوقا استثماريا في نهاية عام 1999، وبذلك تسجل السعودية السبق من بين الدول العربية الأخرى في أقدمية إنشاء صناديق الاستثمار وعدد الصناديق العاملة فيها.

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 823.

* وهو ما يعرف باللغة الفرنسية بـ Société d'Investissement a Capital Fixe (SICAF)

** وهو ما يعرف باللغة الفرنسية بـ Société d'Investissement a Capital Variable (SICAV)

² عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية، (تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك، جامعة الشلف، 2009- 2010، ص53.

أما الكويت فتعتبر ثاني دولة عربية بعد السعودية خاضت هذه التجربة عام 1985 بإنشاء أول صندوقين استثماريين قبل صدور التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار عام 1990. ويلى الكويت في إصدار التشريعات الخاصة بإنشاء وتنظيم عمل صناديق الاستثمار جمهورية مصر العربية والتي صدرت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار فيها في عام 1992 ليتبع هذه التشريعات البدء بمزاولة نشاط صناديق الاستثمار، وأول صندوق أنشئ في مصر عام 1994¹. ثم تبعتها بعض الدول العربية كما يلي: البحرين وعمان عام 1994، المغرب عام 1995، لبنان عام 1996، ثم الأردن عام 1997².

الفرع الثاني: تعريف صناديق الاستثمار

تباينت الأنظمة والقوانين في وضع تعريف محدد لصناديق الاستثمار، وذلك نظرا لظروف نشأتها وتطورها، بالإضافة إلى تعدد خصائصها وملامحها في مختلف الدول.

التعريف الأول: صندوق الاستثمار هو عبارة عن "محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر الصناديق في الأسهم، السندات، النقد، العملات أو ما شابه من الأدوات الاستثمارية"³.

التعريف الثاني: صندوق الاستثمار هو "مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئه، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا"⁴.

التعريف الثالث: تمثل صناديق الاستثمار "وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأسباب الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردا مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006 ص 195.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 228.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص 213.

⁴ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005، ص 201.

التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية للمستثمرين فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة¹.

ومن خلال ما تقدم يمكن القول أن صناديق الاستثمار* عبارة عن "أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية لتتولى عن طريق إدارة متخصصة جمع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها إلى الوجهة الاستثمارية المناسبة من أجل تحقيق عوائد مقبولة، عن طريق تنويع أوجه الاستثمار في السوق المالية مما يقلل نسبة المخاطرة إلى أدنى حد ممكن".

الفرع الثالث: أهداف صناديق الاستثمار

يزداد الإقبال على صناديق الاستثمار في الوقت الراهن وذلك لتعدد وشمولية أهداف صناديق الاستثمار والتي من أهمها ما يلي:²

أولاً: تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال حركة البيع والشراء للأوراق المالية، مما يؤدي إلى نهوض السوق المالية المحلية وجذب رؤوس أموال خارجية وهو ما يسمى "تدويل السوق المالية".

ثانياً: حماية المدخرات الوطنية وذلك بتوجيهها التوجيه السليم من خلال إدارة واعية ومنتزعة تلم بالسوق المالي إماما جيدا؛

ثالثاً: أوجدت صناديق الاستثمار في كثير من بلدان العالم منفذا لصغار المدخرين والمستثمرين للدخول إلى السوق المالية والإسهام فيها، بعد أن كانت قاصرة على كبار المستثمرين فقط؛

رابعاً: صناديق الاستثمار مصدر من مصادر التمويل في سوق المال، إذ يعد تملك الصندوق حصة في شركة أو مشروع ما، بمثابة تمويل لها لتوسيع نشاطاتها، مما يدفع الشركات إلى القيام بحملات تسويقية بهدف إقناع إدارات الصناديق بالاستثمار فيها؛

¹ عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 45.

* يشير بعض الاقتصاديين إلى أن صندوق الاستثمار ليس اختراعا جديدا بل هو نفسه عقد المضاربة الشرعية الذي كان موجودا قبل ظهور الإسلام وبعده، إذ يتمثل في أن طرف معه النقود وليس عنده الخيرة يدفع بما لطرف آخر لديه خيرة وشروط معينة وهو ما يحدث في الصندوق حيث يدفع المستثمر الذي لا خيرة له بالأوراق المالية وتدويرها بثمن شرائه لوحدات الصندوق إلى مدير استثمار الصندوق صاحب الخيرة في مجال إدارة محفظة أوراق الصندوق كي يقوم باستثمار قيمة الوحدات.

² خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، دراسة تحليلية شرعية اقتصادية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 7.

خامسا: ساعدت الصناديق المفتوحة على تيسير عمليات الاستثمار قصيرة الأجل للأفراد والمؤسسات الذين قد تكون لهم أموال فائضة من عملياتهم الجارية؛

سادسا: مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج أسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار¹.

المطلب الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات الاستثمار

يرتبط عمل صناديق الاستثمار ارتباطا وثيقا بنشاط البنوك كما يتشابه عملها مع نشاط شركات الاستثمار وفي ما يلي يتم بيان ذلك:

الفرع الأول: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك

بالرغم من أن صناديق الاستثمار مشروع مالي مستقل عن البنوك ولكن مع ذلك فإنه في الواقع صناديق الاستثمار تعتبر في الغالب من نشاط البنوك. وأهم أسباب ذلك ما يلي:²

أولاً: يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن تزيد من حجم الأموال تحت إدارتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال، ذلك أن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك واقعة خارج ميزانيتها ولذلك لا ترتبط بعلاقة نسبية مع رأس مال البنك. لأن القوانين المنظمة لعمل البنوك تلزمها أن لا يقل رأس مال البنك عن 8 % (أو أكثر أو أقل بحسب البلد) من جملة الأصول (أو الخصوم) ولذلك توجد بعض البنوك تدير صناديق استثمارية تساوي حجم البنك بكامله أو تزيد؛

ثانياً: يمكن للبنك أن يحصل على دخله من الصناديق الاستثمارية على صفة رسوم (مثل رسوم الإدارة رسوم الاشتراك... الخ)، بينما أن ذلك البنك يحصل من نشاطه الرئيسي وهو الائتمان على سعر الفائدة، وتفضل البنوك الدخل المعتمد على الرسوم عن ذلك المعتمد على الفائدة لأنه أجزل وأكثر استقراراً؛

ثالثاً: البنوك في إدارتها للصناديق الاستثمارية تستطيع الاعتماد على الخبرات الخارجية في الإدارة وتركز على عناصر التميز لديها وهي التسويق.

¹ مكي قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1995، ص48.

² محمد علي القرني، دور صناديق الاستثمار في تمويل البنية التحتية، بحث منشور ضمن أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 11-13/10/1999م، ص9.

الفرع الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بشركات الاستثمار

تعرف شركات الاستثمار بأنها بنیان قانوني يأخذ شكل شركة المساهمة وتقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشروعات الصناعية والتجارية¹، فهي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة².

يتضح من هذا التعريف أن كل من صناديق وشركات الاستثمار لها غرض واحد، وهو تكوين وإدارة المحافظ المالية وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر، الأمر الذي يوفر الأمن للمستثمرين في أي منها، إلا أنه يمتنع كل من الصندوق وشركة الاستثمار القيام بأعمال التمويل والسيطرة والمضاربة على الصكوك في سوق الأوراق المالية.

وتختلف شركات الاستثمار عن صناديق الاستثمار من حيث أن شركة الاستثمار تتخذ شكل شركة المساهمة، وتمثل حقوق المساهمين فيها في الأسهم التي تصدرها وهؤلاء المساهمون هم المدخرون الذين قدموا إلى الشركة مدخراتهم بغرض تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية، وعلى ذلك تعتبر شركة الاستثمار ذات بنیان ثنائي الأطراف هما الشركة كشخص معنوي من جهة والمساهمين كشركاء من جهة أخرى، بينما صندوق الاستثمار يعد بنیان ثلاثي الأطراف يعتمد على وجود المؤسس والأمين أو مدير استثمار والمدخرين، ومعنى ذلك لا يكون لمدير الاستثمار وجود في شركة الاستثمار بعكس صندوق الاستثمار، إذ تقوم الشركة بنفسها بدور مدير الاستثمار³.

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

نظراً لتفاوت واختلاف الأهداف من مستثمر إلى آخر لذلك لا يمكن لمحفظة واحدة أن ترضي مختلف المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى تصنيف صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع طبقاً لعدة معايير تسعى شركة الاستثمار من خلالها إلى تلبية رغبات المستثمرين. ويتم فيما يأتي عرض أكثر أنواع صناديق الاستثمار انتشاراً في الأسواق المالية وذلك حسب المعايير الآتية:

الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال

¹ خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار - عرض للتجربة الكويتية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات، 2007، ص5.

² منير إبراهيم هندي، أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص95.

³ خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص5.

تصنف صناديق الاستثمار وفق هيكل رأس المال كالاتي:

أولاً: صناديق الاستثمار المفتوحة *Open-End funds*

كما تسمى أيضا صناديق الاستثمار المشتركة *Mutual Funds*، وهي صناديق يتم إنشاؤها من شركة استثمار أو بنك أو شركة تأمين وتقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية¹، وتقوم إستراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار أسهم جديدة كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له أسهما بقيمتها. يمكن إعادة بيع هذه الأسهم لصندوق الاستثمار الذي أصدرها حسب القيمة الصافية للأصل عند البيع. ويتم تقييم أسهم هذه الصناديق يوميا بناء على القيمة الصافية لموجودات الصندوق، كما يعطي صندوق الاستثمار المشترك شهادة أسهم للمساهم فيه مباشرة أو من خلال وسيط في سوق الأوراق المالية².

وهناك نوعين من صناديق الاستثمار المفتوحة:³

1- الصندوق المحمل بعمولة *Load Fund*

عبارة عن صندوق استثمار يحمل المستثمر عمولة تسويق تدفع عند الشراء أو تدفع عند بيع أو استرداد قيمة الوثيقة؛

2- الصندوق غير المحمل بعمولة *No load Fund*

عبارة عن صندوق استثمار لا يحمل المستثمر أي عمولات أو مصاريف سواء عند الإصدار والشراء لأول مرة أو عند البيع أو الاسترداد.

ثانياً: صناديق الاستثمار المغلقة *Closed-End Funds*

هي تلك الصناديق التي تنشئها شركات المساهمة وأطلق عليها وصف مغلقة لأنها تصدر عددا ثابتا من الحصص يتم تداولها في السوق المالية⁴، كما تعتبر أول نوع ظهر من صناديق الاستثمار وهي مقتصرة على فئة محددة من المستثمرين لها هدف محدد وفترة زمنية محددة وفي نهاية تلك الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزع عوائده المحققة على المشتركين فيه، ويمكن لأي مشترك في الصندوق المعلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول في الصندوق في سوق الأوراق المالية عن طريق السماسرة، وتتصف صناديق الاستثمار المغلقة بالآتي:

1- يكون للصندوق هيكل رأس مال ثابت نسبيا أي أن عدد الأسهم ثابت لا يتغير خلال الفترة؛

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 858.

² John Bogle, *Mutual Funds Industry Handbook, A Comprehensive Guide for Investment Professionals*, Boston Institute Of Finance, United States of America, 2005, P9.

³ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، القاهرة، مصر، 2008، ص 248.

⁴ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 843.

- 2- لا يمكن استرداد الحصص التي يتكون منها الصندوق إلا في نهاية الأجل؛
- 3- يمكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة معينة؛
- 4- لا يمكن زيادة رأسمال الصندوق خلال حياته إلا وفق نص اتفاقي واضح؛
- 5- يجرى إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة مثل أي شركة استثمارية¹.

توفر الصناديق المغلقة مجموعة من المزايا الفريدة في عالم الاستثمار والتي لا يمكن الحصول عليها في كثير من الأحيان في الصناديق المفتوحة، فهي توفر للمستثمرين العديد من الطرق لتوليد رأس المال ونمو الدخل من خلال أداء المحفظة، الأرباح الناتجة عن التوزيعات، وكذا العائد الناتج عن التداول في السوق المالي². والحافز الثاني الذي دفع المستثمرين على الاستثمار فيها هو قيامها بخلق نوع جديد منها يسمى ترست (*Trust*) وهو نوع من الصناديق الاستثمارية التي لها تاريخ استحقاق. وقد تم العمل بها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1988 حيث لم تكن أسهم أي من صناديق الاستثمار لها تاريخ استحقاق. ويعمل هذا النوع من صناديق الاستثمار في الاستثمار في محفظة من السندات، وتحديد تاريخ استحقاق للمساهمين في الصندوق، أو تاريخ تصفية للصندوق. ويهدف هذا النوع من الصناديق الاستثمارية إلى إعادة قيمة الأسهم الأصلية للمساهم في الصندوق، بالإضافة إلى عائد يعادل العائد على سندات الخزينة التي لها مدة استحقاق تعادل مدة الاستحقاق للصندوق³.

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها

تصنف صناديق الاستثمار وفق الأوراق المالية المكونة لها إلى ما يلي:

أولاً: صناديق الأسهم *Common Stock Fund*

على الرغم من أن صناديق الأسهم تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة أو في منطقة جغرافية معينة⁴. وهي بذلك تعد من ضمن الصناديق متوسطة وطويلة الأجل التي تلبى احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف الربحية في مقدمة أهدافهم الاستثمارية⁵.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص218.

² Guide of Closed-End Funds, www.closed-end-funds.com, date of consultation: 11/05/2010.

³ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، مايو 2005، ص8.

⁴ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص342.

⁵ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص54.

ثانيا: صناديق السندات *Bonds Funds*

تقوم هذه النوعية من الصناديق باستثمار أموالها في السندات وتحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات ومن خلال تحقيق أرباح رأسمالية على تعاملاتها على السندات في الأسواق الثانوية¹، وهناك صناديق تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية وتتميز هذه الصناديق بأن عائدها معفى من الضريبة². وقد بلغ عدد صناديق السندات عبر العالم حوالي 12570 صندوق خلال الربع الثاني من سنة 2010 بإجمالي أصول 4766 مليار دولار³.

ثالثا: صناديق سوق النقد *Money Market Funds*

يقصد بهذه الصناديق تلك التي تتكون محفظة أوراقها المالية من أوراق مالية قصيرة الأجل والتي تتداول في سوق النقد من خلال المؤسسات كالمصارف التجارية وبيوت السمسرة ومن أمثلة هذه الأوراق أدون الخزنة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية⁴، وتعد هذه الصناديق من ضمن صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية. وقد بلغ عدد صناديق سوق النقد في العالم حوالي 3437 صندوق في نهاية الربع الثاني من سنة 2010 بإجمالي أصول قدرها 4475 مليار دولار⁵.

رابعا: الصناديق المتوازنة *Balanced Funds*

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات العائد الثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة لذا يطلق عليها أيضا بالصناديق المتنوعة أو التشكيلية⁶. ويلاحظ أن النسبة بين أنواع الأوراق المالية المكونة لمحفظة تلك الصناديق عادة ما تكون مرنة وقابلة للتغيير تبعا للتغيرات في الظروف

¹ أمين السيد أحمد لطفي، الحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2008، ص59.

² منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص35.

³ Investment Company Institute, Worldwide Mutual Fund Assets and Flows In Second Quarter 2010: www. Ici. Org, date de consultation: 10/10/2010, p1

⁴ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص859.

⁵ Investment Company Institute, Worldwide Mutual Fund Assets and Flows In Second Quarter 2010, op-cit,p1

⁶ أمين السيد أحمد لطفي، الحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص60.

السياسية والاقتصادية المحيطة¹. وقد بلغ عدد الصناديق المتوازنة في العالم حوالي 15294 صندوقاً في نهاية الربع الثاني من سنة 2010 بإجمالي أصول قدرها 2248 مليار دولار².

خامساً: الصناديق المتخصصة *Specialised Funds*

تتخصص صناديق الاستثمار هذه في بعض الأوراق المالية لعدد من الشركات في نشاط اقتصادي معين أو عدد من السلع مثل المعادن الثمينة، كصندوق استثمار أحد البنوك، صندوق استثمار خاص بشركات تكنولوجيا المعلومات، صندوق استثمار لشركات البترول وغيرها³.

سادساً: صناديق المؤشرات *Index Funds*

تعتمد صناديق المؤشرات على تكوين محافظ مالية تقترب إلى حد كبير من تكوين مؤشر معين لأسعار الأوراق المالية، وبالتالي يرتبط أداء الصندوق بأداء المؤشر صعوداً وهبوطاً، فمدير الاستثمار يحتاج إلى مؤشر صناديق الاستثمار لتحقيق أداء متميز على السوق وتحقيق أهداف الصندوق⁴. وتقوم إستراتيجية الاستثمار في صناديق المؤشرات على افتراض أن جميع المؤشرات سوف ترتفع على المدى الطويل، ومن ثم فإن الشراء في مؤشر معين سوف يؤدي إلى عائدات مرتفعة في الأجل الطويل أما على المدى القصير فقد يتأثر هذا الصندوق كثيراً بعوامل خارجية مثل عدم الاستقرار السياسي⁵.

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار الأهداف التي تسعى لتحقيقها

تصنف صناديق الاستثمار وفق الأهداف التي تسعى لتحقيقها إلى ما يلي:

أولاً: صناديق النمو *Growth Funds*

تناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر⁶. ولهذا تحتوي محافظ هذه الصناديق على مجموعة متنوعة من الأسهم العادية التي تخضع لتقلبات الأسعار وغالباً ما يسعى القائمين على هذه الصناديق إلى المضاربة بقصد تحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية. وبذلك فإن الهدف الأساسي للنمو هو تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار المبدئي بصرف النظر عن الإيراد الذي تحققه هذه الأسهم. يلاحظ أن مثل هذه الصناديق لا تتماثل من حيث درجة الخطر

¹ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص55.

² Investment Company Institute, Worldwide Mutual Fund Assets and Flows In Second Quarter 2010, op-cit, p1

³ فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص127.

⁴ Marcus bodie kane, Investments, Mc Graw-Hill, United states of America, Fifth edition, 2003, p109.

⁵ أمين السيد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص61.

⁶ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وقاتق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2000، ص411.

ولكن تعطي الأولوية والتركيز في الاستثمار على الشركات القائمة منذ عدة سنوات، ذات الخبرة والمعروفة بنموها المستمر¹.

ثانياً: صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر

تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو وقد يتحقق ذلك أم لا، إذ يوجد في مثل هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة لذلك تتلاءم مع فئة المستثمرين الراغبين في تحمل المخاطر. فيلجأ مدراء هذه المحافظ إلى تتبع الظروف الاقتصادية وإعادة النظر في مكونات المحفظة بصفة منتظمة، وأحياناً يلجأ المدراء إلى استخدام القروض لتدعيم هذه المحافظ، مما يعني استخدام الرفع المالي لزيادة العائد المتوقع مع مقابلة المخاطر المترتبة عن ذلك².

ثالثاً: صناديق الاستثمار ذات الإيراد أو الدخل *Income funds*

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أرباح إيرادية تتمثل في عائد الأسهم وكوبونات السندات ويخلو هذا النوع من الصناديق من المضاربات حيث يكون الهدف الأول هو تحقيق الأرباح الإيرادية والحفاظة على رأس المال³. وتناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم⁴.

رابعاً: صناديق الاستثمار ذات الدخل والنمو

تتلاءم هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد مستقر، وبذلك فإن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق أن تركز في استثماراتها أكثر على الأسهم المتوقع أن تحقق معدل نمو أكبر ونسبة أقل في السندات، وهذا يعني احتمال تحقيق معدل نمو أكبر في الاستثمارات وتحقيق دخل ثابت أقل⁵.

خامساً: صناديق إدارة الضريبة

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 858.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 267.

³ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 859.

⁴ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁵ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 412.

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم أو وثائق إضافية بما يعادل قيمتها، بالمقابل ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً وطالما لم يقرر بيع السهم أو الوثيقة، هذا النوع من الصناديق يلائم المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية عالية، في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي¹.

الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار النطاق الجغرافي

لما كان النطاق الجغرافي الذي يستثمر فيه الصندوق استثماراته قد يكون نطاقاً محلياً وهنا يصبح الصندوق محلي النطاق وقد يقوم الصندوق باستثمار أمواله في العديد من الدول وهنا يصبح الصندوق دولي النطاق وعلى هذا تقسم الصناديق إلى صناديق محلية وصناديق دولية وفق ما يلي:²

أولاً: الصناديق المحلية

هي تلك الصناديق التي تباشر نشاطها داخل الحيز والنطاق الجغرافي لدولة واحدة وغالباً ما تكون هذه الدولة هي دولة تأسيس ونشأة هذه الصناديق، وعلى هذا يصبح المعيار في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثماري محلي أو صندوق استثمار دولي هو نشاط الصندوق ذاته فإن كان نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد الذي تأسس فيها كان الصندوق محلياً أما إذا تعدى ذلك النشاط هذا البلد إلى أخرى كان الصندوق دولياً.

ثانياً: الصناديق الدولية

لم تعد دول العالم المعاصر تعيش في عزلة عن بعضها البعض بل أن العلاقات الاقتصادية الدولية المتبادلة بين الدول في نمو مستمر سواء كان ذلك بسبب الكميات الهائلة من السلع والخدمات التي يتم تبادلها بين الدول من خلال التجارة الدولية أم بسبب الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، أم بسبب النشاط المتعاظم للشركات الدولية متعددة الجنسيات. وأصبحت التدفقات المالية التي تتم داخل الأسواق المالية الدولية تشكل جانباً هاماً من جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية. لذلك تهدف الصناديق الدولية إلى الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية ولا تتأثر عوائد تلك الصناديق فقط بأسعار الأسهم والسندات المكونة لمحفظةها المالية، بل تتأثر أيضاً بالتقلبات التي تعتري أسعار صرف العملات التي تقوم بها تلك الأصول³.

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 307.

² عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 857.

³ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 139.

الفرع الخامس: أنواع صناديق الاستثمار حسب معيار العائد

تصنف صناديق الاستثمار بحسب العائد الذي تحققه وآلية توزيعه على المساهمين، حيث يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع هي:¹

أولاً: الصناديق ذات العائد الدوري *Periodical Return Funds*

تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، أو نصف سنوية، أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد. ويشبه هذا النوع من الصناديق شهادات الاستثمار، والأسهم الممتازة للشركات الكبرى، من حيث عدم ضمان توزيع الأرباح في كل الفترات، مما يدع المستثمرين إلى دراسة السجل التاريخي لأداء الشركة والصندوق قبل الإقبال على الاشتراك في الصندوق أو شراء أسهم الشركة. ويعد هذا النوع من الصناديق الأكثر إقبالا من الأفراد.

ثانياً: الصناديق ذات العائد التراكمي *Accumulated Return Funds*

يختلف هذا الصندوق عن سابقه من حيث طريقة توزيع العائد، حيث يجمع في كل فترة ويضاف إلى السعر السوقي بدلا من توزيعه دوريا، وعند استرداد الأصل يسترد مبلغ الأصل بالإضافة إلى ما تحقق من أرباح سابقة. ويعد هذا الصندوق أكثر قبولا من سابقه لدى الفئات ذات الدخل المرتفع نسبيا.

ثالثاً: الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي *Periodical/Accumulated Return Funds*

هو نوع يجمع بين النوعين المتقدمين، فيتم التوزيع الدوري لجزء من الأرباح، ويضاف الجزء الآخر منها إلى أصل الوثيقة ليتم توزيعه في الفترات اللاحقة أو عند الاسترداد.

الفرع السادس: معيار السياسات الاستثمارية المتبعة

تصنف صناديق الاستثمار حسب السياسات الاستثمارية المتبعة إلى ما يلي:

أولاً: صناديق الاستثمار المتحفظة *Conservative funds*

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات استثمارية دفاعية أو متحفظة في تكوين محافظها المالية، بمعنى اتصافها بالتحفظ اتجاه مخاطر الاستثمار بما يحقق عوامل الأمان والاستقرار، ويضمن للمستثمر دخلا ثابتا ومنتظما، ولتحقيق هذا الغرض تبتعد تلك الصناديق عن التعامل في الأوراق المالية المنطوية على مخاطر،

¹ خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره ص 19.

وتكتفي بالعائد القليل الثابت الذي تدره الأوراق المالية المستقرة كالسندات وأذون الخزانة وأسهم الشركات المستقرة وغيرها من الأوراق التي تضمن سلامة المركز المالي للصندوق¹.

ثانياً: صناديق الاستثمار الهجومية *Aggressive funds*

تشمل تلك الصناديق التي تتبع سياسات هجومية تتسم بقدر كبير من المخاطر. مما يسمح بتحقيق أرباح رأسمالية عالية من المضاربة، ولتحقيق هذا الغرض يتم التركيز في الاستثمار على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، ويتم الاحتفاظ بتلك الأوراق إلى حين ارتفاع أسعارها في السوق فيتم بيعها وتحقيق أرباح رأسمالية من جراء عملية البيع². هذه الصناديق غالباً ما تتكون من أسهم شركات التكنولوجيا، شركات الأدوية، وشركات الاتصالات، إذ تتقدم الاختراعات والاكتشافات بسرعة فائقة. ويعتمد نجاح مثل هذه الصناديق على الخبرة وحسن التوقع وقاعدة البيانات المتاحة لمدير الاستثمار في تعامله مع الأوراق المالية غير المستقرة³.

ثالثاً: صناديق الاستثمار المتوازنة *balanced funds*

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة، وفيها يتم تركيز الاستثمارات في خليط متوازن من الأسهم والسندات بحيث تجني مزايا كلا النوعين⁴.

الفرع السابع: أنواع أخرى لصناديق الاستثمار

بالإضافة إلى الأنواع التي سبق ذكرها لصناديق الاستثمار توجد أنواع أخرى أهمها ما يلي:

أولاً: صناديق التحوط *Hedge Funds*

ظهر هذا النوع من صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1949، بهدف تجميع الأموال من المستثمرين وتوظيفها باستخدام تقنيات التحوط المتمثلة في استخدام المستقبلات والخيارات المالية أو حتى سياسة البيع على المكشوف، من أجل حماية رأس المال وتوليد عوائد إيجابية. فصناديق التحوط تسعى لتحقيق عوائد مرتفعة بغض النظر عن حركة البورصة ولتحقيق ذلك يتبنى القائمون على إدارة هذه الصناديق استراتيجيات عدة تضمن إبرام عقود المستقبلات والخيارات المالية، فالعائد المتحقق هو انعكاس لمهارات المدراء ومدى قدرتهم على استغلال الفرص الناتجة عن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقلبها، بهدف تحقيق العوائد المرتفعة والتحوط من المخاطر⁵.

¹ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص414.

² أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره ص27.

³ خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره ص23.

⁴ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص27.

⁵Filippo Stefani, Investment Strategies of Hedge Funds, The Atrium, Southern Gate, Chichester, England, 2006, p01

وفي حالة صناديق الاستثمار الأخرى يكون مدراء الصناديق مستقلين عنها بعكس صناديق التحوط حيث يستثمرون رؤوس أموالهم في هذه الصناديق لكي يحرصوا على تحقيق الأهداف المخطط لها. فلذلك النتيجة أنه في صناديق الاستثمار الأخرى تكون المخاطر السوقية مرتفعة* ومخاطر إدارة الصندوق منخفضة بعكس صناديق التحوط التي تكون فيها المخاطر السوقية منخفضة ومخاطر إدارة الصندوق مرتفعة. فلذلك يستطيع المستثمر أن ينوع في استثماراته بين الصندوقين¹.

وهذه الصناديق تلعب دوراً كبيراً في التأثير على البورصة، فهي تحقق عدة مزايا للبورصة والمستثمر وهي كالتالي:²

1- البورصة

- تحقيق سيولة مرتفعة للبورصة؛
- تحقيق التوازن في الأسعار؛
- تحقيق التنوع الاستثماري للبورصة.

2- المستثمر

- تخفيض المخاطر المحيطة بالمحفظة الاستثمارية؛
- تحسين عائد المحفظة الاستثمارية وبالذات في البورصات التي تكون فيها بدائل الاستثمار محدودة ومقتصرة على الأسهم العادية والسندات فقط.

ثانياً: صناديق الاستثمار الأخلاقية أو المسؤولة اجتماعياً

من أهم البواعث على ظهور الصناديق الاستثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية من جهة، هو تحقيق رغبات وتفضيلات المستثمرين التي لا تتحقق بصفة مباشرة في الأسواق، ومن أهم تلك التفضيلات ما يسمى بالأولويات الاجتماعية، إذ أن كثيراً من المستثمرين يطمح لتحقيق أرباح، إلا أنه يرغب أن يكون

* المخاطر السوقية: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في دولة ما ومنها مخاطر تذبذب أسعار الفائدة المصرفية حيث يترك ارتفاع أسعار الفائدة آثاراً سلبية على أسعار الأسهم والسندات، حيث يزداد الطلب على الودائع المصرفية على حساب الأسهم والسندات، وأيضاً مخاطر سعر الصرف: فعندما تنخفض قيمة العملة الوطنية فإن ذلك سيدفع الأفراد إلى التخلص من موجوداتهم وأصولهم النقدية ويستبدلوها بالأوراق المالية الأخرى كالأسهم مما يؤدي بزيادة الطلب على الأسهم ورفع أسعارها.

مخاطر إدارة الصندوق: هي المخاطر غير السوقية والناتجة عن عوامل تتعلق بالصندوق نفسه، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن أهم هذه العوامل الأخطاء الإدارية.

¹ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية - دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة وتمويل، فلسطين، 2006، ص160.

² Thomas Schneeweis & Georgi Georgiev, **The Benefits of Hedge Funds**, Mercantile, New York, United States of America, 2002, p1.

ذلك مقيداً بتحقيق أغراض دينية أو اجتماعية أو سياسية. ومن جهة أخرى هو بلوغ نتيجة أكثر قبولاً من الناحية الاجتماعية، بدون إحداث اختلالات اقتصادية كلية وبيئية طويلة الأجل، أو تحطيم الانسجام العائلي والاجتماعي أو النسيج الأخلاقي للمجتمع.

ويعد الاستثمار الأخلاقي أو الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً "مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحولة لخلق التغيير الاجتماعي الإيجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية، وبسبب العولمة يدرك المشاركون في سوق الأوراق المالية بأن قرارات استثماراتهم لها نتائج حول العالم، ومن الصعب اتخاذ قرار استثماري بدون امتلاك بعض التأثير على البيئة والتنمية الاجتماعية، مما يدعو إلى الموازنة بين تحقيق عائدات مالية إيجابية ومستويات منخفضة من الأضرار البيئية والاجتماعية"¹.

المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار

يختلف نظام عمل الصناديق الاستثمارية من مدير استثمار لآخر، وفقاً للسياسة الاستثمارية التي تصوغها الإدارة التي تدير صناديق الاستثمار، وتأخذ صناديق الاستثمار الشكل التنظيمي للشركات، فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها ويشرفون على محافظ الاستثمار، أما السلطة المركزية لتلك الشركات فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها وهو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمنشآت، ويختلف الهيكل التنظيمي حسب تنوع أغراض الصندوق وكذلك تبعاً لحجم استثماراته بالإضافة إلى شروط عقد تكوينه.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

تتمثل المهمة أو المسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال ومن أجل تنفيذ هذه المهمة يجب توفر الصندوق على هيكل تنظيمي وإداري فعال.

الفرع الأول: مكونات الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

تقوم صناديق الاستثمار على ثلاثة عناصر هي:²

¹ محمد براق، مصطفى قمان وفتيحة نشنن، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر 13-11 فيفري 2011، ص ص 6-7.

² عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 864-865.

أولاً: مؤسس الصندوق

يعرف في بعض الدول بمؤسس الترس، بينما يعرف في دول أخرى باسم شركة الإدارة وتعرف بأنها مؤسسات مالية أو شركات استثمار وهي التي تؤسس صندوق الاستثمار وتتولى طرحه، وبهذا يلعب صندوق الاستثمار دور الوسيط بين أصحاب الأموال وبين الشركات الصناعية والتجارية، وينتهي دور مؤسس الصندوق بانتهاء التأسيس، وقد يتولى المؤسس إدارة الصندوق باعتباره مديراً للاستثمار.

ثانياً: مدير الاستثمار

هو الجهة ذات الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار سواء كانت شركة مساهمة، جهة متخصصة كالبنوك، إذ يعهد إلى تلك الجهة بكل ما يخص نشاط الصندوق¹. مقابل أتعاب ورسوم يتقاضاها من حملة وثائق الاستثمار، ويتولى مجلس إدارة شركة الصندوق تعيين مدير الاستثمار والتأكد من التزاماته بمسؤولياته، ويجب أن تكون إدارة الصندوق إدارة متخصصة ومحترفة تتمتع بخبرة في مجال الأوراق المالية والتي تعود على المستثمر الفرد بفوائد عديدة ومهمة في ذات الوقت، فالمستثمر عندما يقوم بالاستثمار مباشرة يصبح قائماً بكافة متطلبات العملية اللازمة لذلك فهو يتخذ القرار، يدير الاستثمار، يراقب الأسعار يتابع السوق والمخاطر والأحداث والتطورات وغير ذلك، كل هذه المتطلبات والمسؤوليات يلقيها المستثمر على كاهل الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار.

فإدارة صناديق الاستثمار عن طريق إدارة لها خبرة في مجال الأوراق المالية تعفي المستثمر من مخاطر اتخاذ القرار الاستثماري غير السليم لقيامها بدراسات تعود على المستثمر بأفضل عائد استثماري مقارنة بالعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي في حالة استثمار أمواله بنفسه.

ثالثاً: المدخرون

وهم الذين يقدمون مدخراتهم إلى الصندوق ويرغبون في الاستفادة من الصندوق وزيادة رأسمالهم المستثمر أو تحقيق عائد دوري.

كما يمكن أن يشمل الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار عناصر أخرى تتمثل فيما يلي:²

1- أمين الاستثمار

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص222.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 244-245.

وهو مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين الصندوق عمولة تحدد في صورة (نسبة مئوية) من القيمة العادلة* لصافي أصول الصندوق؛

2- وكيل البيع

هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار؛

3- الهيئة الاستشارية

وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة ويمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

الفرع الثاني: عدم ثبات رأس مال الصندوق

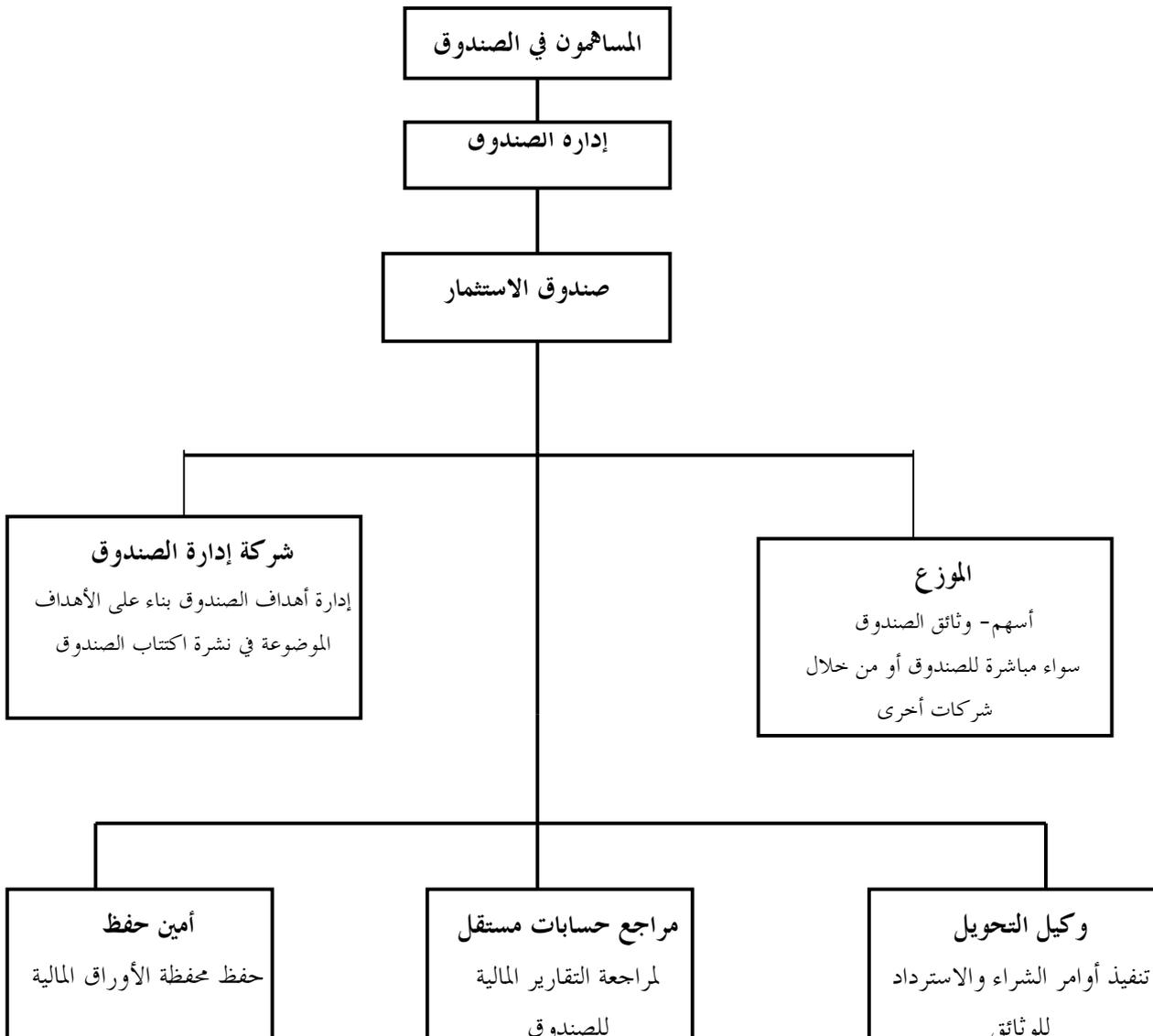
تعد الخاصية الأساسية التي تميز معظم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي ثبات رأس المال أي عدم تغييره باعتباره أساس عمل الشركة، وإذا كانت هذه الخاصية تميز معظم الشركات إلا أن صناديق الاستثمار خرجت عن هذه القاعدة أي أنها لا تتقيد بفكرة ثبات رأس المال، الأمر الذي يستوجب على المديرين الحصول على موافقة الشركاء مقدماً على تغيير الأسهم بالزيادة أو بالخفض، ومتى كان صندوق الاستثمار غير مقيد بهذه الفكرة جاز له في كل وقت تلقي مدخرات جديدة من المدخرين الراغبين في الانضمام إليه واستخدامها في تكوين محافظ جديدة نموذجية، في مقابل إعطاء كل مدخر جديد شهادة أو وثيقة تمثل نصيبه في المحفظة التي استخدم ادخاره في تكوينها، وهو ما يسمح لصندوق الاستثمار بعدم الاقتصار على تكوين وإدارة محفظة أو أكثر من هذه المحافظ وكما يجوز له أيضاً خفض هذا العدد في كل وقت وهو ما يحصل في حالة رغبة المستفيدين في الانسحاب من الصندوق عن طريق استرداد أنصبتهم في المحافظ التي اشتركوا فيها¹.

* القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق (القيمة البيعية): هي القيمة الصافية للأصل (NAV) و تساوي [(القيمة السوقية لشكيلة الأوراق المالية - القيمة الدفترية للالتزامات) / عدد وثائق أو وحدات الاستثمار المصدرة].

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 866.

مما تقدم يمكن القول أن الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار يختلف من دولة لأخرى حسب الأحكام والقوانين المنظمة لعمل هذه الصناديق، إلا أن غالبية القوانين الخاصة بتأسيس صناديق الاستثمار أوجبت أن يشمل هيكلها التنظيمي على العناصر الموضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): الهيكل التنظيمي والإداري لصندوق الاستثمار



المصدر: أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 245

المطلب الثاني: إدارة صناديق الاستثمار وآلية الاستثمار فيها

تعد إدارة الصندوق من الأمور الأكثر أهمية نظرا لدورها في إنجاح آليات عمل الصناديق وفق الأهداف الاستثمارية المحددة، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عند إدراك أن المستثمرين القائمين والمحتملين يرصدون نتائج ما تقوم به أول بأول خاصة في ظل المنافسة الشديدة بين صناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي.

الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار

من أجل قيام مدير الصندوق بمهمته على أكمل وجه ثمة عدة شروط يجب عليه الالتزام بها في سبيل تحقيق أهداف المستثمرين.

أولاً: الشروط الواجب توافرها في مدير الصندوق

يشترط في مدير صندوق الاستثمار أن تتوفر فيه الشروط التالية:¹

- 1- أن يكون شركة مساهمة أو جهة أجنبية متخصصة وفقاً لما يحدده مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال؛
- 2- أن تتوفر في القائمين على مباشرة النشاط والمسؤولين عنه الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة نشاط الصندوق؛
- 3- أن لا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة أو العاملين لديها فصلهم تأديبياً من مزاوله مهنة السمسرة أو أي مهنة أخرى أو حكم عليهم بعقوبة قانونية أو إشهار بإفلاسهم؛
- 4- ينبغي قيد مدير الاستثمار في السجل المعد لذلك بهيئة سوق المال قبل مزاوله نشاطه؛
- 5- عند تعيين مدير الاستثمار يبرم الصندوق معه عقد يسمى "عقد الإدارة" ويقوم الصندوق بإخطار الهيئة العامة لسوق المال بصورة من هذا العقد قبل تنفيذه للتحقق من اتفاق أحكامه مع القانون والقرارات

¹ محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، السدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص ص 47-48.

الصادرة تنفيذاً له ثم تتولى الهيئة بعد ذلك إبلاغ الصندوق برأيها في العقد، هذا ويشترط في عقد إدارة الصندوق أن يتضمن البيانات التالية:

- حقوق والتزامات طرفي العقد؛
- مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار؛
- حالات وإجراءات استرداد قيمة الوثيقة إذا تضمنت نشرة الاكتتاب جواز الاسترداد؛
- تحديد من يمثل الصندوق في مجالس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله في شراء أسهمها؛
- حالات إنهاء وفسخ العقد؛
- بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي يستثمر فيها؛
- الحالات والحدود التي يسمح لمدير الاستثمار الاقتراض فيها من الغير لحساب الصندوق.

ثانياً: التزامات مدير الصندوق

يتعين على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته للصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنوع أوجه الاستثمار، وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين في الصندوق والمتعاملين معه، كذلك ينبغي على مدير الاستثمار أن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه وأن يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التي تحددها الهيئة وعليه أن يزود الهيئة بالمستندات والبيانات التي تطلبها¹، ويحظر على مدير الاستثمار القيام بالعمليات التالية:²

- جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذي يدير نشاطه؛
- استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو في حالة إفلاس والحصول له أو للعاملين لديه على كسب أو ميزة من العمليات التي يجريها؛
- أن تكون له مصلحة من أي نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره؛

- أن يشتري المدير أو العاملون لديه وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها؛
- أن يقترض من الغير ما لم يسمح له عقد الإدارة بذلك وفي الحدود المقررة بالعقد؛
- استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته؛

¹ نبال فريد مصطفى، إسماعيل عبد الفتاح، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 252-253.

² محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 49.

- إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات أو بيانات هامة؛
- إجراء عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأنعاب.

ثالثاً: الاختلاف بين إدارة صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة

هناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئاً لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذين يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت. ولذا فعليه أن يبقي في الصندوق نقداً سائلاً لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى للصندوق، وقيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعها للمستثمرين الجدد¹.

الفرع الثاني: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار

يتم الاستثمار في صناديق الاستثمار سواء كانت تقليدية أو إسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته. وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة²:

أولاً: اختيار الصندوق

تحرص شركات الاستثمار والمؤسسات المالية بما فيها المصارف على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، ونظراً لتأثر اختيار المستثمرين بين هذه الصناديق على مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، فإن المصارف (حتى المصارف التقليدية) تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة (من وجهة نظر المصرف) مع أحكام الشريعة الإسلامية. إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بمدى ثقتهم في إدارة المصرف، وقدرتها على تمييز الضوابط الشرعية للاستثمار المشروع.

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص14.

² يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2006، صص 104-113.

ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري للأفراد عندما يرغبون باختيار صناديقهم الاستثمارية في ثلاثة عوامل هي:¹

1- هدف الاستثمار

يعتمد اختيار صندوق الاستثمار على هدف المستثمر الذي لا يخرج عن إحدى الحالتين، تحقيق دخل دوري أو نمو رأسمالي، فالمستثمر الذي ينشد الدخل الدوري يتوقع منه أن يضع استثماراته في أوراق مالية تحقق عائداً ثابتاً، بينما الذي يبحث عن نمو رأسمالي يتجه للصناديق التي تركز على أسهم النمو الرأسمالي في سوق الأسهم.

2- مدة الاستثمار

أي الفترة الزمنية التي يفضلها المستثمر لأجل توظيف استثماراته، وتتوزع تلك الفترات على الاستثمار القصير الأجل، المتوسط والطويل الأجل.

3- درجة المخاطرة

تعتمد درجة المخاطرة التي يتقبلها المستثمر على عدة معايير منها الفئة العمرية، الدخل، المهنة، ودرجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة في ظل متغيرات الاقتصاد الكلي هذا إلى جانب الموانع الشرعية التي تحد من توجهه للاستثمارات ذات العائد الثابت.

ثانياً: الاشتراك في الصندوق

وفقاً للأحكام والقوانين فإن المؤسس للصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفاً عاماً للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه، كيفية إدارته، درجة المخاطرة فيه، كيفية تقييم الوحدات الاستثمارية ومدى قابليتها للاسترداد، تحدد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك المبدئي والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشتراك الإضافي (وهي عادةً تكون أقل من الأولى) والحد الأدنى من السيولة التي يلتزم الاحتفاظ بها، ومدة الاشتراك في الصندوق. وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعلياً ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحاً طيلة

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 225.

عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياماً معينة في الأسبوع تسمى (أيام الاشتراك) أو (التقييم) يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

وتجرى عمليات الاستثمار طبقاً لأسعار الوحدات في يوم التقييم اللاحق لتاريخ الطلب، فلا ينظر إلى أسعارها القائمة وقت تقديم الطلب لأن بدء سريان استثمار الأموال الجديدة يبدأ في اليوم اللاحق، وفي حال الدفع بالشيك أو بعملة أخرى غير عملة الصندوق فإن الاستثمار يصبح نافذاً فقط من يوم التقييم الذي يلي تحصيل قيمة الشيك أو تحويل العملة.

وتحرص الصناديق على طرح أساليب ترغيبية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحل الأولى، ومن أمثلة ذلك أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب وقبل بدء النشاط تقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف المؤسس، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافاً إليها الأرباح المحققة من الصندوق (صافي الاستثمار) إلى الصندوق عند بدء نشاطه. كما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة بجميع ادخارية يحددها الصندوق، فهذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين (إدارة الصندوق والمستثمر)، فالمدير يستطيع أن يرسم خطته الاستثمارية وفقاً للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يتحمل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على استثمارها على الوجه المطلوب، وتشكل هذه الطريقة للمستثمر نوعاً من الضمان والأمان حيث تتاح له الفرصة لمتابعة وتقييم أداء المدير ويكون استمراره في الصندوق مبنياً على حقائق ونتائج ملموسة، وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة إلى تقسيط رأس المال بإحدى الطريقتين: فإما أن يتم الاشتراك وفق خطة بجميع مدخرات اختيارية يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل عن تنفيذها، وإما أن يكون وفق خطة تعاقدية حيث يحصل العميل على تسهيلات أكثر في رسوم الاشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أحل بالخطة.

ثالثاً: شهادات الاستثمار

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، كما تسمى هذه الشهادات صكوك أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين:

1- شهادات اللوحة الاستثمارية: وتصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.

2- شهادات القيمة الاسمية: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

رابعاً: تنويع الاستثمار

من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار وإلزام توجيه اللوائح والأنظمة في عامة الأقطار، ففي النظام المصري مثلاً: ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 10% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، كالأسهم الأوروبية وأسهم جنوب شرق آسيا وغيرها. ومنها تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نمواً بمرور الزمن¹.

خامساً: الرسوم والمصاريف الإدارية

يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية:²

1- رسوم الإصدار: وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك، ويدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه.

2- رسوم أو أتعاب الإدارة: يقصد بأتعاب الإدارة الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر مقابل إدارة صندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق.

3- رسوم الاسترداد: يقصد بها تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالبا استرداد قيمة السهم، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في المتوسط بين 4% و5% من قيمة الأصل الصافية. وهي الرسوم التي يدفعها المستثمر إذا رغب في بيع وحدته الاستثمارية على الصندوق.

وأما المصاريف الإدارية فتتمثل في جميع المصاريف على إدارة الاستثمار مثل: الأتعاب القانونية ومصاريف التدقيق والترويج ورسوم الوساطة المالية وحفظ الأوراق المالية والاستشارات ومصاريف المعاملات وغير ذلك، وتنص نشرات الاكتتاب في عامة الصناديق على خصم هذه المصاريف من إجمالي أصول الصندوق، أي أنها لا تخصم من حصة المدير وحده وإنما من عموم حصته وحصة المستثمرين.

سادساً: استرداد وحدات الصندوق

يجق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلت عن

¹ غانم إياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا 2009، ص 24.

² منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص 53.

ذلك يلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار. وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقديم، والبعض يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي بأسعار مستقبلية)، والبعض ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا تدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة وإنما بعد مدة متفق عليها مسبقاً وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد.

سابعاً: أرباح الصندوق وتوزيعاتها

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله في تاريخ التقييم. تتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراتها المختلفة والمكونة لمحفظتها الاستثمارية. يمكن أن تشمل:¹

- أرباح الأسهم التي تدخل في المحفظة والتي تأتي لصندوق الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم التي يمتلكها صندوق الاستثمار.
 - الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع، والقيمة التي تم شراء السهم بها.
 - الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار.
 - الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق على مثل هذه الأنواع من السندات.
 - الفوائد على أدوات السوق النقدي الداخلة في المحفظة.
- وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح:²

الطريقة الأولى: وهي الأكثر انتشاراً حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الاستثمار ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو الانتظار حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله.

الطريقة الثانية: يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق أو وحدات الاستثمار وقت استحقاق الأرباح.

ثامناً: الحقوق والالتزامات

¹ هشام حجر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص12.

² منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 1999، ص114.

بما أن الصندوق مملوك بصفة جماعية للمستثمرين فإن أي التزامات أو حقوق على الصندوق ترجع على المستثمرين أنفسهم، وليس للمدير منها شيء إلا بقدر ما يملك من وحدات الصندوق، إلا أن من بين مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمر فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو أن تكون إما مصاريف إدارية وهي محدودة بنسبة معينة من الأصول القائمة، وإما قروضا من جهات أخرى، وهي لا تشكل إلا نسبة قليلة من الأصول، لأن عامة القوانين والأنظمة تقيد نشاط الصندوق في الاقتراض بنسب محددة لا يمكنه تجاوزها، فعلى سبيل المثال تنص القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في مصر على أنه يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يتجاوز 10% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة¹.

وتتكون المصروفات السنوية لصناديق الاستثمار مما يلي:

- الرسوم الإدارية التي يتقاضاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية. وتشكل هذه الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق، وتتراوح ما بين 0.5% إلى 1.5% من موجودات الصندوق، إذ تقل نسبة هذا الرسم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة. وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق معين.

- مصروفات الاحتفاظ بسجلات المساهمين، وتزويدهم بالقوائم المالية وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية، والاحتفاظ بالموجودات.

- مصروفات البيع والتوزيع.

ويجب أن تبين هذه المصروفات في نشرات الإصدار التي توزعها الصناديق على المستثمرين المتوقعين في وحداتها. إذ يمكن تحديد الرسوم الإدارية بدقة وتقدير المصروفات الأخرى. كما يتحمل المستثمر نفقات أخرى بالإضافة إلى نفقات الصندوق مثل: عمولة الشراء وعمولة البيع في حالة ما إذا كان الصندوق من النوع المحمل للعمولة. ولما كانت عمولات الشراء والبيع ليست عمولات سنوية وإنما تدفع عند الشراء أو عند البيع، فإن هذه العمولة تعتمد على المدة الزمنية التي تبقى الوحدات فيها في ملكية المستثمر. فكلما بقيت معه مدة أطول، كلما قلت العمولة الحقيقية. وعليه فإن تكلفة الاستثمار في صندوق استثمار بالنسبة للمستثمر تساوي نصيبه من نفقات الصندوق مضافا إليها تكلفة البيع أو الشراء لوحداته².

تاسعا: انقضاء الصندوق وتصفيته

¹ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 1997، ص581.

² هشام حبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، 13.

ينقضي الصندوق في حالة انخفاض وحدات الاستثمار إلى 50% من إجمالي عدد الوحدات المكتتب فيها ما لم يقرر أغلبية حملة الوحدات استمرار نشاط الصندوق. كما ينقضي الصندوق في حالة رأى مدير الصندوق أن قيمة موجودات الصندوق المستثمرة غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق، أو إذا حدث تغير في القوانين أو إذا طرأت ظروف أخرى يعتبرها مدير الصندوق سببا لإنهاء تصفيته¹. عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداقهم إلى إجمالي الوحدات التي يقرر المدير بأنها صادرة آنذاك.

المطلب الثالث: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار وسياسته التسويقية

بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم مدير الصندوق بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية إما يوميا أو أسبوعيا أو في أيام محددة من الأسبوع، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، والهدف من ذلك هو تحديد السعر الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعا وشراء من أجل تسويق وحدات صناديق الاستثمار.

الفرع الأول: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار

يوجد ثلاثة قيم للوحدات التي تصدرها صناديق الاستثمار وهي:²

قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.

القيمة الحقيقية: وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة في تاريخ التقييم، وتحدد قيمة صافي الأصول من خلال القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوصا منها أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات تشغيلية مستحقة على الصندوق.

القيمة السوقية: وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، وثمة فارق في تحديد القيمة السوقية في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في الصناديق المغلقة،

أولاً: تسعير وحدات صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (صناديق الاستثمار المشتركة)

في الصناديق المفتوحة لا يسمح بشراء أو بيع الوحدة إلا من مدير الصندوق فهو يحدد سعري للوحدة هما:³

¹ السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص 89.

² غانم إياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2005، ص 114.

1- سعر البيع: وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوصا منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

2- سعر الشراء: هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوصا منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

ويمثل الفرق بين هذين السعريين (البيع والشراء) عمولة يتقاضاها المدير من المستثمرين، وقد تعتمد بعض الصناديق إلى توحيد السعريين بما يساوي القيمة الحقيقية، إلا أنها تفرض رسوم استرداد أو اشتراك بنسبة معينة من المبلغ المستثمر.

ثانيا: تسعير وحدات صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

المساهم في هذا النوع من الصناديق يشتري الوحدات ويبيعها في السوق المالي. أي لا يشتري وحداته من صندوق الاستثمار مباشرة، كما لا يقوم صندوق الاستثمار بشراء الوحدات من مساهميه في حالة رغبتهم بالبيع، وتلعب عوامل العرض والطلب دورا أساسيا في تحديد أسعار الوحدات. ولذلك فإن سعر الوحدة قد يرتفع أو ينخفض عن القيمة الصافية للأصل. ففي حالة كون الوحدة تباع بقيمة أقل من القيمة الصافية لها يقال بأنه يبيع بخضم أما في حالة بيع الوحدة بأعلى من قيمتها الصافية فيقال بأنه يبيع بعلاوة¹.

الفرع الثاني: السياسة التسويقية لصناديق الاستثمار

منتجات صناديق الاستثمار كأى منتجات تحتاج إلى دراسة السوق ومعرفة رغبات المستهلك، ومستوى دخله واحتياجاته على فترات زمنية وغيرها من المعلومات، خاصة بالنسبة للصناديق التي تؤسسها البنوك، إذ وجد أن البنوك في موقع جيد من حيث قدرتها على تقديم خدمات صناديق الاستثمار، لأنها تمتلك أصلا قاعدة عريضة من العملاء، هذا بالإضافة إلى ما لدى البنوك من قاعدة معلومات عن العملاء تتيح لها توجيه نوع معين من الخدمات التي تقدمها للصناديق إلى شرائح محددة من العملاء.

تعتبر صناديق الاستثمار أداة تسويقية فعالة لتسويق مجموعة من الأدوات المالية لأنها تتعامل في تشكيلة متنوعة من الأوراق والآجال من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وبالتالي فهي تسمح بتداول هذه الأدوات، لذلك تتولى البنوك إدارة صناديق الاستثمار بنفسها وتقدم تشكيلتها الخاصة بها من خدماتها وأدواتها المالية، عن طريق تجميع معلومات عن قطاع عريض من

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص16.

العملاء ثم تصنيفهم ثم عمل استثمارات يتم توزيعها من خلال الشباك، ليقوم العملاء بوضع المعلومات أو الإيضاحات، وذلك من أجل حصول البنك على قاعدة معلومات أكثر خصوصية عن عملاء الصندوق المرتقبين تحتوي على معلومات عن ما يلي:

- الهدف من الادخار أو الاستثمار: إذا كان لتكوين الثروة، لمواجهة أعباء جارية، لمواجهة أعباء موسمية (مصارف تعليم، ومصاريف ايجازات، وشراء ملابس...)، أو لزيادة الدخل عند التقاعد.
- مستوى الدخل: يعد الدخل عنصر محدد للطلب على وحدات الصندوق، فكلما قلت شريحة الدخل قل توقع الطلب على وحدات الصندوق، والعكس في حالة الزيادة، إذ يحدد هذا العنصر الفئة أكثر احتمالاً للتعامل مع وحدات الصندوق.
- الحالة الاجتماعية الحالية والمتوقعة: فتحديد ومعرفة الحالة الاجتماعية تؤدي إلى توقع سلوك المستثمر طويل الأجل، قصير الأجل، يحتاج إلى عائد ثابت أو عائد متغير، يتقبل مخاطر مرتفعة أو يفضل انعدام المخاطر، وكذلك يوضح نوعية الأوراق التي من الممكن أن يُقبل عليها.
- الأوعية المصرفية التي يفضلها والأدوات الاستثمارية التي يقبل عليها (أسهم، سندات).
- المستوى التعليمي والثقافي للعميل.
- المهنة ومجال العمل ونوعية النشاط.

يساعد توافر معلومات عن قاعدة العملاء المرتقبين على إمكانية تحديد السياسة التسويقية الملائمة للترويج لوحدات صندوق الاستثمار، واختيار الأدوات الإعلامية والدعائية المناسبة لها، إذ يترتب على ذلك الإجابة عن الجهة التي توجه لها الرسالة الإعلامية، وغالباً ما تتم مرحلة التسويق الفعلي لوحدات الصندوق من خلال فروع البنك المؤسس له، عن طريق طبع كتيبات توزع على عملاء البنك توضح ما هو الصندوق وما الهدف منه وكيفية إدارته، وكيفية الاشتراك فيه¹.

وبذلك يمكن القول أن جزءاً كبيراً من نجاح صندوق الاستثمار مرتبط بجودة السياسة التسويقية ومدى كفاءتها، وهو التحدي الذي يواجهه مدير الصندوق.

الفرع الثالث: دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار

بصفة عامة يمكن القول بأن زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بما توفره النظم المحاسبية من معلومات عن الأوراق المالية التي يتم تداولها، وكذا عن الشركات المصدرة لها. ولذا يمكن

¹ مكي قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 149-151 بتصرف.

للمعلومات المحاسبية أن يكون لها دور كبير في نجاح وزيادة فاعلية أداء صناديق الاستثمار، وذلك من خلال الآتي:¹

أولاً: توفير المزيد من الإفصاح في محتويات القوائم المالية لصناديق الاستثمار واعتبار ما نصت عليه التشريعات في هذا الصدد هو الحد الأدنى؛

ثانياً: إعطاء أهمية خاصة للمذكرات والملاحظات التي يتم توضيحها في القوائم المالية لصناديق الاستثمار وبصفة خاصة فيما يتعلق بالطرق والمبادئ المحاسبية التي يتبعها الصندوق والأصول والالتزامات المحتملة وحقوق الدائنين ومالكي الوثائق؛

ثالثاً: التوسع في استخدام القوائم والكشوف والبيانات الإضافية، وكذا الملاحق واعتبار ذلك متمماً للقوائم المالية المنشورة عن صناديق الاستثمار؛

رابعاً: إتاحة التقارير والقوائم المالية لصناديق الاستثمار للمستفيدين منها في الوقت المناسب؛

خامساً: أن يتوافر في المعلومات الواردة بالتقارير المالية لصناديق الاستثمار الوضوح والقابلية للفهم من قبل مستخدميها؛

سادساً: الإفصاح عن البنود غير العادية كالتغيرات في السياسات المحاسبية والظروف الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية؛

سابعاً: الإفصاح عن أسس ونسب توزيع الأرباح بين أطراف الصندوق المختلفة؛

ثامناً: الإفصاح عن الأسس التي يتبعها الصندوق في تحميل المخصصات وكذا عدد حملة الوثائق، ونسبة الأموال المستثمرة، ونسبة الاسترداد؛

تاسعاً: الإفصاح عن أتعاب مدير الاستثمار سواء كانت في شكل نسبة من قيمة المحفظة أو صافي ربح الصندوق؛

عاشراً: الإفصاح عن موارد واستخدامات الصندوق.

هذه العوامل من شأنها أن تعمل على توفير وترسيخ الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين وكذا الراغبين في الاستثمار في صناديق الاستثمار، فضلاً عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع هذا الصندوق أو ذاك* .

¹ عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، نـدوة " صناديق الاستثمار في مصر : الواقع والمستقبل"، كلية التجارة - جامعة الأزهر، مصر، 22 / 3 / 1997، ص12.

* تجدر الإشارة إلى أن عبء الإفصاح المالي والمحاسبي لا يقع على عاتق المحاسب الذي يعد المعلومات المالية والمحاسبية أو المراقب الذي يضيف الثقة عليها فقط، وإنما يقع أيضاً على عاتق الجهات الرقابية والتمثلية في هيئة السوق المالية والتي يتعين عليها التحقق من مدى الوفاء بالمعلومات التي يحتاج إليها المستثمرين من حيث النوع والكم والوقت.

المبحث الثالث: أصول صناديق الاستثمار

تتخذ صناديق الاستثمار شكل محافظ استثمارية تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية وتدار هذه المحفظة بواسطة مديرين محترفين لديهم القدرة والإمكانيات اللازمة لإدارة هذه الاستثمارات مما يتيح للمستثمرين التنوع، الإدارة المهنية الخبيرة، السيولة السريعة والتسعير المناسب أو العادل، وتختلف أصول المحافظ الاستثمارية من محفظة إلى أخرى سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية أو الاثنين معا.

المطلب الأول: محافظ الاستثمار

ظهرت كلمة محفظة في عالم الاستثمار نظرا للتنوع والتوزيع في اختيار الأصول والذي أخذ به الكثير من البنوك وشركات الاستثمار والمستثمرين، وذلك بهدف تقليل المخاطر إلى أقل مستوى ممكن.

الفرع الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية ومكوناتها

قد تعددت أشكال التنوع والتوزيع لدى المحافظ الاستثمارية حتى وصلت إلى درجة عالية من التعقيد، وبالتالي أصبحت أقل التفاصيل في مكونات المحفظة مؤثرة على الأداء الكلي لها، والتي قد تبدو للمستثمر العادي عديمة الفائدة.

أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية

تعرف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الضيق على أنها: "مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من أسهم وسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"¹.

أما تعريف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الواسع على أنها: "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية، كالأسهم والسندات، المشتقات، الودائع، القبولات، الأذونات، حسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات، المعادن النفيسة، وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح"².

ثانياً: مكونات المحفظة الاستثمارية

تختلف مكونات المحفظة الاستثمارية باختلاف الهدف المراد تحقيقه، فبعض هذه المحافظ تتكون من الأسهم العادية، وبعضها يتكون من الأسهم الممتازة والسندات الحكومية وأذونات الخزنة، ويتم تكوين كل محفظة حسب السياسة التي تتبعها إدارة المحفظة في سبيل تحقيق أهدافها³.

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان الأردن، 2009، ص73.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009، ص222.

³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره ص198.

ويتم بيان فيما يأتي بعض أنواع الأصول التي يجب على كل محفظة متوازنة امتلاك جزء منها:

1- التعهدات

يقصد بالتعهد الصك الصادر عن الشركة المساهمة في السوق الأولي إلى جانب الإصدارات من الأوراق المالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة. وذلك من أجل الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير بعض المزايا الإضافية التي تشجع على شرائها، ويحصل المستثمر من خلال التعهد على الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ ضمن مدة محددة من تاريخ الإصدار وينتهي الحق باستخدامها بعد هذه المدة¹.

2- الخيارات

يعرف عقد الخيار بأنه "عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بإعطاء مشتري أو مالك الخيار الحق وليس الإلزام في أن يشتري منه أو يبيع له أصل معين وبسعر معين هو سعر التنفيذ وخلال فترة زمنية محددة أو في تاريخ محدد، مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار لبائعه"². وتنقسم عقود الخيارات إلى قسمين:

1-2- خيار النداء (خيار الشراء): يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه³.

2-2- خيار الطرح (خيار البيع): ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى⁴.

3- المستقبلات

تعرف العقود المستقبلية بأنها: "عقود متشابهة لشراء أو بيع سلع أو أصول مالية، يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد، في سوق مالي منظم لهذه الغاية"¹.

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص 143.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 41.

³ محمد صالح الحناوي، فمال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 260.

⁴ أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 19.

كما يعرف العقد المستقبلي على أنه "التزام نمطي إما لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد، بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير "المستقبلي" لوصف العقد"².

وتتعدد أنواع العقود المستقبلية بحسب نوع الأصل المتعاقد عليه وهي:³

- 3-1- عقود المستقبلات المالية: وفيها يتم التعامل على بيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية.
- 3-2- عقود مستقبلات المحاصيل الزراعية: وفيها يتم بيع وشراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية.
- 3-3- عقود مستقبلات المعادن الثمينة والمواد الخام: يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من المعادن الثمينة والمواد الخام.
- 3-4- عقود مستقبلات العملات الأجنبية: يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الأجنبية.

4- العملات

حازت المتاجرة في العملات على اهتمام كثير من المستثمرين في الوقت الحاضر، وبما انطوت عليه من مخاطر مرتفعة، وتأثر المتاجرة في العملات بالعوامل الاقتصادية الداخلية والخارجية للدولة، وبالأوضاع الاقتصادية العالمية.

5- السلع

أصبحت السلع ذو انتشار كبير في الاستثمار، فقد تكونت أسواق متخصصة للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية، مثل بورصة نيويورك، وبورصة الذهب في لندن، وبورصة البن في البرازيل. وبالرغم من أن صناديق الاستثمار تشمل على نفس مكونات المحفظة الاستثمارية إلا أنه ثمة خصائص عديدة يمكن من خلالها التفريق بينهما، والجدول الآتي يبين أهم خصائص كل من صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية:

جدول رقم (1-1): أهم خصائص صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005 ص922.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005، ص97.

³ المرجع نفسه، ص99.

الصندوق الاستثماري	المحفظة الاستثمارية
الصندوق يُرخص من قبل جهة حكومية بعد موافقة البنك المركزي	المحفظة لا تحتاج إلى ذلك
يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة طبقاً للقوانين التي تنظم عمله	المحفظة مملوكة للعميل
للصندوق اسم معين	الشركة المدير تملك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة.
للصندوق: - مدير صندوق. - أمين استثمار. - مراقب حسابات.	الشركة المدير للمحفظة
للصندوق آلية في الاسترداد منصوص عليها في نشرة الاكتتاب	المدير يملك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة ويحق للعميل إنهاء المحفظة أو تحويل موجوداتها إليه بالاتفاق مع الشركة المديرة للمحفظة.
هناك أسس فنية لتقييم الوحدات الاستثمارية، وينشر سعر التقييم في جريدين يوميتين على الأقل	- يتم تقييم المحفظة من خلال أسعار الإقبال بالسوق. - تتحمل المحفظة رسوم الإدارة ومصاريف التداول.
للصندوق مدة زمنية مرخص بها.	مدة المحفظة تنظمها بنود عقود المحفظة.
- للصندوق رأس مال ثابت أو متغير بحدود معينه حسب نشره الاكتتاب. - يقسم رأس المال لعدد من وحدات الاستثمار ذات قيمة اسمية.	للمحفظة رأس مال متغير حسب الاتفاق.

المصدر: عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار (الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية)،

ورقة بحثية مدرجة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007/06/05، ص48.

الفرع الثاني: أنواع أسواق الاستثمار

يتم تداول الأدوات المالية المختلفة في الاستثمار عادة من خلال الأسواق المالية والتي يمكن تصنيفها إلى أسواق للنقد وأسواق لرأس المال. ويختلف سوق النقد عن سوق رأس المال في عدة وجوه وذلك على النحو الآتي:¹

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 92 - 93.

- تتعامل أسواق رأس المال بالأدوات المالية طويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة. ومن أدوات سوق رأس المال الأسهم والسندات، الخيارات، العقود المستقبلية.
- تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية القصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة، وتشكل البنوك التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد، إضافة إلى شركات صرافة العملات، الوكلاء المتخصصين في التعامل بأذونات الخزينة وأنواع الأوراق المالية القصيرة الأجل الأخرى.
- وتتمتاز أدوات الاستثمار في سوق النقد عن الأخرى في سوق رأس المال بالمرونة العالية، وبتدني درجة المخاطر النقدية والائتمانية فيها، وبالتالي يتكون سوق النقد من الأدوات الاستثمارية الآتية:¹

أولاً: اتفاقات إعادة الشراء

هي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين، وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة.

ثانياً: اليورو دولار

هي حسابات آجلة بالدولار الأمريكي في فروع المصارف الأوروبية الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية، وفروع المصارف الأمريكية في أوروبا حيث تلتزم هذه المصارف بدفع تلك الحسابات لأصحابها بحلول أجلها بالدولار أيضاً، وتستطيع المصارف الأمريكية في أوروبا في المقابل فتح حسابات آجلة باليورو، ويكون معدل العائد لها مساوياً لمعدل عائد التمويل بين المصارف.

ثالثاً: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

هي دين يرتب لحامله حقا على وديعة بنكية مودعة لأجل، تصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة حسب مدة الوديعة ولكن تكون دائماً أقل من سنة، ويثبت عليها سعر الفائدة الذي يمكن أن

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 148-149.

يكون ثابتاً. هذه الشهادات تعطي للمستثمرين الحصول على النقود قبل موعد استحقاق الوديعة وذلك من خلال بيع هذه الشهادات لقاء التنازل عن جزء من العائد¹.

رابعاً: القبولات المصرفية

هي أداة دين قصيرة الأجل صادرة عن البنك التجاري يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة على الحساب من المورد الأجنبي، وذلك عندما لا تتوفر السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً، وقد يلجأ إليه أيضاً من أجل الحصول على بعض المزايا الائتمانية المتعلقة بالترويج لنوع معين من البضاعة².

خامساً: أذونات الخزينة

هي عبارة عن أدوات دين عام قصيرة الأجل أي أنها أوراق تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها مثل البنوك وشركات التأمين بخضم عن قيمتها الاسمية بهدف الاقتراض للأجل القصير لسد حاجات مالية قصيرة الأجل، تستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن السنة وتحمل عائداً متدنياً لأنها تكاد تخلو من المخاطر³.

سادساً: الأوراق التجارية

يقصد بها السندات الصادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية وهي إحدى أدوات التمويل قصير الأجل التي يتم التعامل فيها في سوق النقد وهي ذات دخل ثابت وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم غير أنها تصدر غير مضمونة وهذا ما يجعل المخاطرة فيها مرتفعة لذلك فإن العائد الناجم عنها يجب أن يكون عالياً⁴.

وعليه تقوم صناديق الاستثمار بالاستثمار في الأدوات المالية الموجودة في كل من سوق رأس المال ويكون استثماراً طويلاً الأجل، والاستثمار في الأدوات المالية الموجودة في سوق النقد استثماراً قصيراً الأجل والجدول الآتي يبين كيفية استفادة صناديق الاستثمار من الأسواق المالية:

الجدول رقم (1-2) كيفية استفادة صناديق الاستثمار من الأسواق المالية

نوع السوق	أساليب استفادة صناديق الاستثمار
سوق النقد	تستثمر صناديق استثمار السوق النقدي في أدوات مثل أذون الخزينة، الأوراق التجارية،

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 138.

² المرجع نفسه، ص 139.

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 140.

وشهادات الإيداع بالبنوك وغيرها من أدوات السوق النقدي.	
- تقوم صناديق الاستثمار بشراء السندات التي تصدرها الحكومة والمؤسسات. - تقوم صناديق الاستثمار بالتعامل مع السندات الحكومية كجزء من محفظة الاستثمار.	سوق السندات
قد تستثمر صناديق الاستثمار في السندات في الرهونات وأقساط العقارات المقترحة من المؤسسات المالية.	سوق الرهونات، القروض، والعقارات
تتعامل صناديق الاستثمار في العديد من الأسهم ذات الدرجات المختلفة من العائد والمخاطرة.	سوق الأسهم
تقوم بعض صناديق الاستثمار بعملية التغطية ضد تقلبات ومخاطر معدل الفائدة عن طريق العقود المالية الآجلة.	سوق المستقبلات أو العقود المالية الآجلة
قد تستخدم صناديق الاستثمار التسويات الخاصة بمعدل الفائدة لتغطية مخاطر الفائدة.	سوق التسويات المالية

المصدر: فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية - محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، الإسكندرية،

مصر، 2009، ص 169

المطلب الثاني: طرق تقييم صناديق الاستثمار

تمثل عملية تقييم صناديق الاستثمار أمراً ضرورياً بالنسبة لكل من إدارة الصندوق والمستثمرين وإدارة الصندوق يهتمها الوقوف على نتائج أداء الصندوق حتى يمكن تحديد الأساليب المزمع استخدامها لتطوير أدائه في المستقبل، وبالنسبة للمستثمرين فيمكنهم تقييم الصناديق من الاختيار بين الصناديق المختلفة المتاحة في السوق.

الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية

أولاً: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية

لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ:¹

- 1- أن قياس القيمة الصافية لأصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية وليس على أساس تكلفتها التاريخية؛
- 2- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بعامل "بيتا" للمحفظة بعين الاعتبار؛
- 3- يجب أن تتم عملية التقييم والأداء في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة؛
- 4- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية؛
- 5- أن يتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها كمؤشر داو جونز (Dow Jones).

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2003، ص 139-140.

ثانياً: تصنيف أداء مدير المحفظة

يتم تصنيف أداء مدير المحفظة ضمن إحدى المستويات الثلاثة التالية:¹

- أداء مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبولاً عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق؛
- أداء جيد: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيداً عندما يكون العائد على للمحفظة أعلى من عائد السوق؛
- أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

أما الأداة المستخدمة في هذا التصنيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق والذي يمثل العلاقة بين متوسط العائد على الاستثمار في السوق ومتوسط المخاطرة المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي:²

$$R_p^* = R_F + \alpha \delta_p^*$$

حيث:

R_p^* : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

R_F : معدل العائد المرجح للمحفظة؛

α : معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد؛

δ_p^* : المخاطر المرجحة للمحفظة.

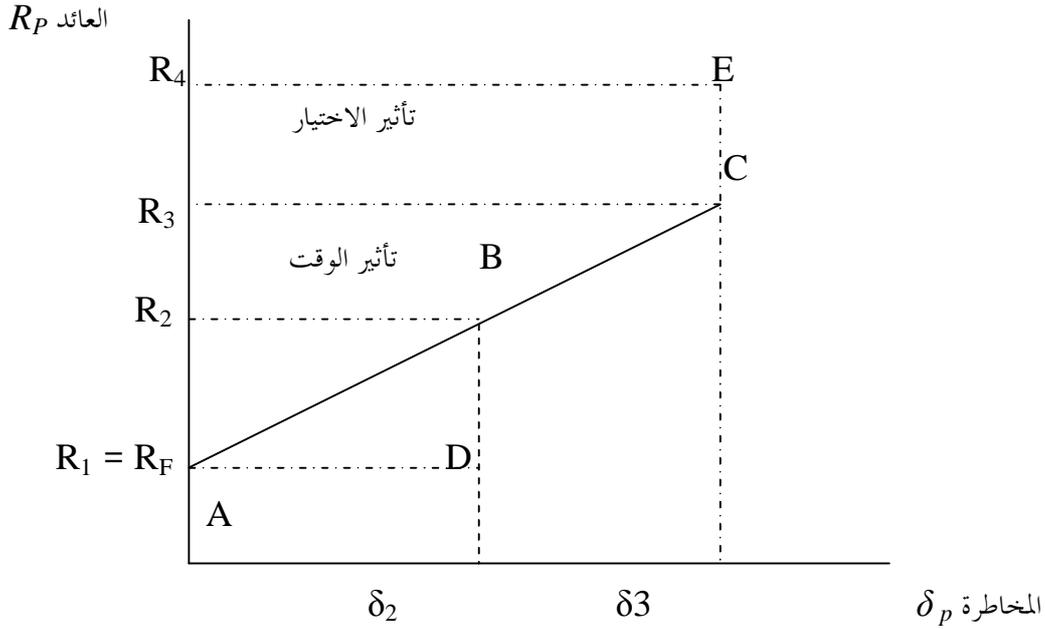
ويتم تصنيف أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو التالي:

- 1- إذا كان R_p^* مساوياً تماماً للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء مقبولاً؛
 - 2- إذا كان R_p^* العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه جيداً؛
 - 3- إذا كان R_p^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة السوق يكون أداءه ضعيفاً وغير مقبول.
- ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1-2): تصنيف أداء المدير

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 284.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 186.



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الخامسة، 2009، ص142.

يتضح من الشكل ما يلي:

- أن خط ABC يمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل العائد عديم (خالي) من المخاطرة R_F ؛
 - أداء مديري المحفظة A مقبول لأنه استطاع تحقيق R_1 والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة؛
 - كما أن أداء مدير المحفظة B هو الآخر مقبول لأنه حقق عائد R_2 . بمخاطر مقبولة هي δ_2 ، كما أن مدير المحفظة C هو الآخر مقبول طالما أنه تمكن من تحقيق عائد وفقا للمخاطرة المقبولة لمستوى هذا وهي δ_3 ؛
 - أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول، لأنه لم يحقق سوى العائد R_1 وذلك بمستوى مخاطرة δ_1 علما بأن المفروض به أن يحقق نفس معدل العائد ولكن بدون أي مخاطرة؛
 - وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة E كان جيدا، لأنه تفوق على أداء السوق محققاً عائداً R_4 بمستوى مخاطرة δ_3 فقط؛
 - بمقارنة أداء مدير المحفظتين B و C يمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المستثمر E عن المستثمر C بما يعرف بتأثير إدارة المحفظة *Management Influence* وذلك بفضل عاملين هما:
- أ- تأثير التوقيت: ويقصد به أن مدير المحفظة E استعمل الوقت بطريقة كفؤة، وذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا)، وذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) منخفض أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها؛

ب- تأثير الاختيار: يقصد بذلك قدرة مدير المحفظة E على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي.

الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار

يمكن التمييز بين أسلوبين لتقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذي المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار إضافة إلى أن المستثمر يجب أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء.

أولاً: النموذج البسيط

تنشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يوميا قيمة الأصل الصافية، وكذا الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة وذلك لكل صندوق على حدة، تعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد هو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق¹.

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_C}{P_0}$$

وتوضح المعادلة كيفية حسابه²:

حيث:

R : قيمة المؤشر؛

P_0 : قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء)؛

P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)؛

D : توزيعات الأرباح؛

D_C معدل العائد على الاستثمار؛

$(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية.

وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله، مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2002، ص440.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص228.

ثانياً: الأساليب الكمية (الأسلوب المزوج)

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر في الحساب، فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني، ولتجنب ذلك فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار، تأخذ في الحساب كل من العائد والمخاطرة¹. ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

1- نموذج شارب *Model Sharpe* (أسلوب المخاطر الكلية)

قدم وليم شارب سنة 1966 مؤشر *Sharpe's Index* لقياس أداء محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة². ويوصف معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة إلى التقلب، ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، لذلك يقاس أداء المحافظ الاستثمارية بواسطة النموذج الآتي³:

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma}$$

حيث:

T_n : قيمة المؤشر؛

$E(R_i)$: يمثل العائد على الاستثمار؛

R_f : يمثل العائد الخالي من المخاطر؛

σ : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق.

2 - نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة) *1965 Treynot's Performance model's*

قدم ترينور نموذج يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض β أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة باستخدام معامل

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص 384.

² Anderson Sethc, Ahmed Parvez, *Mutual Funds - Fifty Years OF Research Findings*, Springer, United States of America, 2005, P18.

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 283.

كمقياس لمخاطر المحفظة أي المخاطر المنتظمة للمحفظة بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة¹.

ويمكن صياغة معادلة النموذج على النحو التالي:²

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_F}{\beta_i}$$

حيث:

T_n : تمثل قيمة المؤشر؛

R_F : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر؛

β_i : مقياس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها أصول الصندوق.

ويحسب β_i بالمعادلة التالية:³

$$\beta_i = \frac{\text{COV } R_P R_M}{\sigma_M^2}$$

حيث

R_P : عائد الصندوق؛

R_M : تمثل عائد السوق؛

σ_M : يمثل الانحراف المعياري لعائد السوق؛

β_i : مقياس مخاطر السوق.

3 - نموذج جنسن: Jensen's Alpha

قدم جنسن نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف "بمعامل ألفا"، وتقوم فكرة النموذج على

إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد:

المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر

ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي؛

¹ Said Elfakhani, and M Kabir Hassan, **performance of islamic mutual funds**, economic research forum, grand hyatt, cairo, egypt, 12 annual conference, 19-21 December, 2005, p11

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 230.

³ Abd-Karim Rahimie, **Analysing The Characteristics And Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The Malaysian Case**, Doctoral thesis, Durham University, Malaysia, 2010, p140.

المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق¹. وعلى ذلك يمكن صياغة نموذج جنسن كما توضح المعادلة الآتية:²

$$\alpha = (R_P - R_F) - \beta(R_M - R_F)$$

حيث:

R_P : عائد الصندوق؛

R_F : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر؛

R_M : تمثل عائد السوق.

وتشير المعادلة إلى أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

4- نموذج فاما 1972 Fama

بعد الأعمال التي قدمها ترينور وشارب وجنسن، قام فاما باقتراح أسلوب آخر لتقييم أداء مديري الاستثمار، يقوم على تقسيم الأداء إلى عناصر وتحديد قيم مساهمة كل عنصر في العائد على المحفظة على حدة على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة، ويفترض هذا النموذج وجود سوق مالي كفاء تعكس أسعار الأسهم فيها جميع المعلومات. وتوصل فاما إلى النموذج التالي:³

$$ER_P = R_F + \left(\frac{R_M - R_F}{\sigma_M} \right) \text{COV} \left(\frac{ER - R_F}{\sigma_M} \right)$$

حيث: ER_P يمثل العائد المتوقع للمحفظة.

5- جوانب أخرى لقياس الأداء

هناك جوانب أخرى لقياس الأداء يمكن إيجازها فيما يلي:⁴

¹ محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص246.

² Abd-Karim Rahimie, Analysing The Characteristics And Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The Malaysian Case, op-cit p150.

³ Anderson Sethc, Ahmed Parvez, Mutual Funds - Fifty Years OF Research Findings , op-cit, p20.

⁴ فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، مرجع سبق ذكره، ص65.

1-5 - المحافظة على مستوى المخاطر: من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في هدف إنشائه؛

2-5 - قياس مستوى التنوع: من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار، المستوى العالي من التنوع التي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها الصناديق التي تكونها، فأسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد الأمر الذي يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنوع؛

3-5 - قياس متوسط معدل العائد: أي مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق، وذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات؛

4-5 - قياس التكاليف: هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة. أما النوع الثاني من التكاليف فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها، ويقصد بها عمولة السمسرة والتي عادة ما تتوفر عنها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع شراء السهم إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة يباع أو شراء على القيمة السوقية للسهم.

6- شركات قياس الأداء

تتخصص بعض المؤسسات المالية في قياس وتقييم الأداء سواء في مجال الأوراق المالية أو صناديق الاستثمار، ومن المؤسسات التي تخصصت في ذلك مؤسسة *micropol* ومؤسسة *europformance* إذ تتولى مثل هذه المؤسسات عمل تصنيف ائتماني من خلاله يتم تقدير مخاطر الإفلاس التي يحتمل أن يتعرض لها الصندوق وقدرة الصندوق على ضمان تحقيق أداء جيد وتنمية أصوله المستثمرة، وعلى ذلك يمكن القول بأن التصنيف الائتماني يعكس رأي مستقل يتعلق بالقدرة على الوفاء بالالتزامات كما أن التصنيف الائتماني يعكس مخاطر إفلاس الصندوق وبالتالي الخسارة المحتملة وأخيراً فإن التصنيف هو مؤشر وكقاعدة كلما زادت القدرة على سداد الديون والالتزامات من جانب صندوق الاستثمار حاز على ترتيب مرتفع¹.

ويخضع التصنيف للقواعد الآتية:²

- مؤسسات التصنيف تصنف الأوراق المالية وليس مصدري هذه الأوراق.

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 184.

² المرجع نفسه، ص 187-188.

- مؤسسات التصنيف غالبا ما تقوم بتصنيف صكوك المديونية وليس صكوك الملكية.
- ليس لمؤسسات التصنيف الحق في نشر التصنيف دون موافقة العميل فمن حق هذا الأخير الاعتراض على النشر إذا كان التصنيف لا يعكس سمعته ومركزه الحقيقيين، ويعتمد تصنيف الأوراق المالية على تحليل الموازنة العمومية ورأس المال وغالبا ما يشمل العناصر الآتية:
- **على مستوى الاقتصاد الكلي:** يشمل التحليل تقييم المخاطر على مستوى الدولة واحتمالات تطور القطاع الصناعي.
- **على مستوى الاقتصاد الجزئي:** يشمل التحليل على تحديد الإجراءات المحاسبية ونوعية الإدارة وتشكيلة هيكل رأس المال وذلك باستخدام النسب.
- يلاحظ أن تقييم أداء صناديق الاستثمار يعتمد على تحليل محفظة الأوراق المالية ومكونات الأصول واختيار مدير الاستثمار لقواعد وإجراءات الإدارة التي يتبناها، ومراجعة الأساس المالي الذي يركز عليه الصندوق.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

يتمتع الاستثمار في صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا التي يستفيد منها المستثمر والجهاز المصرفي وكذا الاقتصاد والوطني، إلا أنه لا يخلو من المخاطر.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار

توفر صناديق الاستثمار العديد من المزايا سواء للمستثمرين أو للاقتصاد الوطني يتم تناولها فيما يلي:

أولاً: المزايا بالنسبة للمستثمرين

وتتمثل هذه المزايا في ما يلي:

1. **الإدارة المتخصصة:** تتمثل في استفادة المستثمرين من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق، فصناديق الاستثمار يتولى إدارتها خبراء يتمتعون بكفاءة عالية ولديهم معرفة كافية بأحوال السوق وبالتالي يمكنهم انتقاء الأوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحاً بجانب الربح الرأسمالي وهذا ما لا يتوافر للمستثمر الفرد الذي يدير أمواله بنفسه، إذ يقع على عاتقه اتخاذ قرار الاستثمار وما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية كما عليه أن يراقب حركة الأسعار في السوق، إضافة إلى ذلك المتابعة المستمرة من جانب المستثمر للمحفظة لتحديد درجة

مخاطرها للتأكد من أنها في حدود المستوى المقبول من وجهة نظره، كل هذه المهام يلقي المستثمر بمسؤوليتها على الإدارة المحترفة التي تقوم بإدارة صناديق الاستثمار¹.

2. **التنظيم والرقابة:** تعتبر صناديق الاستثمار من أكثر الخدمات الاستثمارية تنظيمًا وخضوعًا للرقابة المركزية من قبل الدولة وهي إما المصارف المركزية وإما هيئات الرقابة على سوق المال من خلال مراقبتها للمصارف وشركات الاستثمار²؛

3. **تنويع الأهداف:** يوجد العديد من صناديق الاستثمار تختلف في أهدافها، وبذلك تلي هدفًا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس مال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، أو إلى تحقيق الدخل، وبذلك فصناديق الاستثمار تلي رغبات مختلفة للمستثمرين³؛ كما يشمل التنويع تقليل المخاطر من خلال تنويع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الأصول التي تختلف معدلات العائد عليها كالأسهام والسندات أو أي أصول أخرى والغرض من ذلك هو تجنب تركيز الاستثمار في ورقة مالية واحدة أو قطاع واحد مما قد يعرض المستثمر إلى خسائر كبيرة في حالة هبوط سعر هذه الورقة أو هذا القطاع⁴.

4. **اقتصاديات الحجم:** يمكن للمستثمرين في صناديق الاستثمار الاستفادة من الوفرة في عمولات السماسرة أو الوكالات عند شراء الصندوق للحصص الممكنة لهم، ذلك أن صناديق الاستثمار التي تتميز بكبر حجمها، عادة ما تقوم بشراء أو بيع عدد كبير من الأوراق المالية، وبالتالي فإن نسبة العمولة المدفوعة لوسطاء التداول تكون أقل من تلك التي يدفعها المستثمر الفرد⁵؛

5. **تقديم الخدمات للمستثمر:** تقدم صناديق الاستثمار العديد من الخدمات للمستثمر ومنها مثلاً:⁶

- الاحتفاظ بسجلات لكافة المعاملات التي يقوم بها المستثمر خلال العام، مثل سجلات توزيعات الأرباح، والفوائد والأرباح الرأسمالية، وهي خدمة مهمة جدا للمستثمر.
- نقل ملكية الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية، وتحصيل التوزيعات والفوائد المستحقة.

¹ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص 114-115.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 223.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 258.

⁴ أمين السيد أحمد لطفي، الحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 58.

⁵ هشام حبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

⁶ أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2007-2008، ص ص 142-143.

- تحويل المستثمر من صندوق إلى آخر في الشركات التي تدير صناديق متعددة، وذلك حسب رغبة المستثمر.

- إعادة استثمار التوزيعات المستحقة للمستثمر على شكل حصص إضافية في الصندوق.

- إبداء النصح والمشورة للمستثمر خاصة فيما يتعلق بالضرائب.

6. **الاقتراض أو الرافعة:** من المميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر لدى الأفراد ذوي المدخرات الصغيرة الحجم هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة، إذ يمكن لصندوق استثمار الأسهم مثلاً أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهماً أخرى، ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحيان من العائد على الاستثمار في الأسهم بذلك يستطيع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين¹.

ثانياً: المزايا بالنسبة للجهاز المصرفي

تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للجهاز المصرفي يذكر منها:²

1. إنشاء أوعية استثمارية بديلة لأذون الخزينة العامة لتوظيف فائض السيولة النقدية المتواجدة لدى المصارف والناجحة عن الارتفاع الكبير في حجم الودائع المصرفية وتحويلات المغتربين الموجودين في الخارج وتوجيهها نحو الاستثمار المباشر.

2. تدوير محافظ الأوراق المالية داخل المصرف بيعاً وشراءً بدلاً من الاحتفاظ بها دون حراك، وذلك عن طريق بيع جزء منها لصناديق الاستثمار مما يوفر فرصة كبيرة لتحقيق الأرباح تنشأ من فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الاستثمار.

ثالثاً: المزايا بالنسبة للاقتصاد الوطني

تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا على مستوى الاقتصاد الوطني، وتتمثل هذه المزايا في ما يلي:³

1. تمثل صناديق الاستثمار إحدى القنوات لتحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد.

¹ صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15 - 17 ماي 2005، ص 842.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 223 - 224.

³ المرجع نفسه، ص ص 223 - 224.

2. نظرا لتمتع مديري المحافظ الاستثمارية بخبرات مالية واقتصادية تدعمها الممارسات العملية والدراية الواسعة بمتغيرات السوق فإن إحدى أهم المزايا تكمن في مساعدة المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية مما سيرفع كفاءة الاستثمارات الوطنية.
3. تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة أسواق رأس المال والمساهمة في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته من خلال التصرف الرشيد لإدارة الصندوق في دراسة وتحليل المعلومات المجمعة عن حركة السوق، وكذلك جذب صغار المستثمرين إليها كما أنها توفر الحماية لكل من الأسواق وصغار المستثمرين.
4. تلعب صناديق الاستثمار دورا مهما في دعم برامج التخصيص في الدول النامية، وذلك عن طريق مساهمتها في الترويج لأسهم الشركات المتخصصة وفي المساعدة على امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد.
5. الحث على إنشاء شركات جديدة سواء شركات تقوم بإدارة هذه الصناديق أم شركات تحصل على التمويل اللازم لعملها من العمليات النهائية لهذه الصناديق وهذا يساعد على اتساع قاعدة السوق المالية بشكل عام.

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

يواجه المستثمر في الصناديق مخاطر مباشرة تتعلق بالاستثمار في الصندوق ومخاطر مدير الصندوق، وأخرى غير مباشرة يواجهها الصندوق نفسه والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على ذلك المستثمر.

أولاً: المخاطر المباشرة

يمكن تلخيص أهم المخاطر المباشرة التي يتعرض لها الاستثمار في الصندوق في ما يلي:

1. **المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق:** وهي المرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الاستثمار في اختيار الفرص الاستثمارية الجيدة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق العائد المتوقع¹؛ ومدى مصداقية ودقة المعلومات التي يقوم المدير بالإفصاح عنها.
2. **المخاطر المتعلقة بنوعية الأمين:** أمين الاستثمار يقوم بمهمة موازية للمدير وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة الأمين هو حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة أو

¹ مبنى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 84.

المؤقتة وإتمام إجراءات العقود بالبيع ونحوه. ولذلك فإن نوعية الأمين وقدراته وخبرته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فهي تمثل مخاطرة يواجهها المستثمر في الصندوق¹.

3. **مخاطر العاملين في الصندوق:** أي عدم إستقطاب الكوادر المؤهلة والمدربة للعمل فيها ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضا من الناحية المعنوية من صدق وأمانة.

4. **مخاطر السيولة:** تتمثل في الخطر الناجم عن عدم مقدرة الصندوق على الوفاء بالتزاماته المالية في توزيع استحقاقها ويسهم في زيادة هذا الخطر ما يلي:²

- حدوث تذبذب في ثقة المستثمرين في سعة الصندوق؛
- عدم تنويع إدارة الاستثمار لتشكيلة المحافظ بشكل كاف؛
- اهتزاز الأسواق المالية التي يعمل فيها الصندوق وعدم استقرارها.

5. **المخاطر التشغيلية:** وهي المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي يتحملها الصندوق نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عملياته وتزداد المخاطر بتزايد حجم أعمال الصندوق المتعلقة بنوعية استثماراته³. حيث يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم المعين (الحجم الأمثل)، وترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده⁴.

6. **إساءة تسعير وحدات الصندوق:** وذلك من خلال تقييم وحدات الصندوق بأكثر من قيمتها الحقيقية بهدف تضليل المستثمرين بأداء الصندوق، وقد سبق أن حدث ذلك بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية عندما اكتشفت هيئة الأوراق المالية أن أحد الصناديق لم يأخذ في اعتباره الانخفاض الذي طرأ في أموال المستثمرين مما أدى إلى فشله في اتخاذ الإجراءات الرقابية اللازمة لاكتشاف ذلك الخطأ⁵.

ثانيا: المخاطر غير المباشرة

تنشأ المخاطر غير المباشرة من عوامل خارجية لا يمكن لمدير الصندوق أن يتحكم فيها وأهمها ما يلي:

¹ محمد علي القرني، إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم للدوة السادسة عشرة لدلة البركة، بيروت، 24 صفر 1420هـ، ص09.

² أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص68.

³ المرجع نفسه، ص ص 68-69.

⁴ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص160.

⁵ مكي قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 126.

1. مخاطر التضخم: تتأثر الأصول المالية جميعاً بالتضخم المتمثل بالارتفاع المستمر في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، ونظراً لأن العائد في صناديق الاستثمار يتحقق في المستقبل فإن القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر، لذلك على المستثمر تحديد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلاً عن تحقيق أرباح مناسبة، وتعد الأدوات المالية الممثلة لأدوات الدين أكثر عرضاً لتأثير التضخم¹.

2. مخاطر سعر الفائدة: تتمثل في أي تأثيرات على عائد الصندوق نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة، وتزداد احتمالات حدوث تلك التأثيرات في حالة تشكيل إدارة الاستثمار بالصندوق لمخاطر أوراق مالية في بيئات يسودها التقلب في أسعار الفائدة إذ يؤثر هذا التذبذب على أسعار بعض الأصول سلباً أو إيجاباً وذلك وفقاً للعلاقة التي تربط سعر الفائدة والأصل.

3. مخاطر اختيار المراكز: تقتصر بعض صناديق الاستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج الحدود، وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز، وتتضمن مخاطر تغير الصرف الأجنبي (إذ ربما حقق الصندوق ربحاً بالعملة الأجنبية ولكن ذلك لا يتمثل على صفة ربح للمستثمر بعملة المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية (كتغير الحكومات)، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي².

مما سبق يمكن القول أن المستثمر في صناديق الاستثمار يجب أن يكون على دراية بالمخاطر التي قد تتعرض لها هذه الصناديق قبل أن يقدم على الاشتراك فيها، وبالتالي فالعملية الانتقائية التي يقوم بها المستثمر بمساعدة مدير الاستثمار تكفل له الاختيار الأمثل لاختيار أوجه استثماراته والصندوق المناسب لأهدافه.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق - بورصات، دار الشروق، عمان الأردن، 2005، ص189.

² محمد علي القري، إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص10.

خلاصة الفصل الأول

تشكل صناديق الاستثمار أهمية خاصة للأفراد والمؤسسات المالية، فأصبحت الصناديق بفضل تزايد ثقة الأفراد فيها من أهم قنوات ووسائل جمع المدخرات واستثمارها في مجال الأوراق المالية، وتعرف على أنها أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع الأموال من مختلف المدخرين لتوجيه هذه الأموال إلى جهات ذات خبرة واستثمارها في أوراق مالية متعددة تعود بعائد معتبر وأقل مخاطرة لكلا الطرفين. ذلك أن الأفراد يتوقون دوماً إلى البحث عن الإدارة الواعية الحكيمة لحفظ مدخراتهم وتنمية استثماراتهم، بالنظر إلى افتقار غالبيتهم إلى عنصري الوقت والخبرة الكافيين لإدارة أموالهم، ومن ثم فقد سعت هذه الصناديق جاهدة لجذب أكبر قدر من هذه المدخرات، معززة بوقوف المالك لها كمراقب لنشاطها بهدف المحافظة على أموال الأفراد، والتأكد من سلامة الإجراءات المتبعة في إدارة صناديقه.

يعتمد تصنيف هذه الصناديق على مجموعة كبيرة من المعايير، إذ تختلف صناديق الاستثمار باختلاف هيكلها التمويلي، مكونات محفظتها المالية، أهدافها المقررة، ويرجع تنوع الصناديق واختلافها إلى تعدد رغبات وأهداف المستثمرين بالإضافة إلى تجدد الأدوات الاستثمارية في سوق المال وتغير البيئة الاستثمارية من بلد إلى آخر. ويعهد الصندوق بأعمال الإدارة إلى جهة ذات خبرة يطلق على هذه الجهة اسم مدير الاستثمار الذي يحرص على تشكيل الصندوق من أوراق مالية مختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف معينة لفئات المستثمرين. وحتى يتمكن المستثمر من اختيار الصندوق الذي يحقق له أكبر عائد ممكن مع أقل درجة من المخاطر يجب أن يأخذ مجموعة من المعايير بعين الاعتبار بعضها متعلق بالصندوق في حد ذاته وبعضها متعلق بمخاطر السوق والاقتصاد عامة، ولذلك وجدت مجموعة من الأساليب والطرق البسيطة والمزدوجة تسمح بقياس قيمة الوحدة الاستثمارية للصندوق وبالتالي المساعدة على تحليل وتقييم أداء الصناديق والمفاضلة بينها.

الفصل الثاني:

صناديق الاستثمار الإسلامية

تمهيد

نظرا لعزوف الكثير من المؤسسات والأفراد عن الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية لاشتمال عملها على عدة مخالفات شرعية قامت المؤسسات المالية وشركات الاستثمار بإنشاء نوع بديل من الصناديق يقوم على احترام مبادئ الشريعة الإسلامية بهدف استقطاب مدخرات المستثمرين الذين يريدون استثمار أموالهم في الحلال، فأصبحت الصناديق الإسلامية من أهم قنوات ووسائل جمع المدخرات واستثمارها في مجال الأوراق المالية، بالإضافة إلى أساليب الاستثمار الإسلامي القائمة على المضاربة، السلم، الاستصناع وغيرها، وقد نمت هذه الأداة المالية بشكل عام بقوة منذ تسعينيات القرن الماضي، لتلعب دورا مهما في إدارة ثروات المسلمين المتنامية، ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بينهم عن طريق تسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز.

ومن أجل الإحاطة أكثر بصناديق الاستثمار الإسلامية تم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث، يتضمن المبحث الأول لمفهوم الصناديق الإسلامية، خصائصها، وضوابط الاستثمار فيها، أما المبحث الثاني فيتناول نظام عمل الصناديق الإسلامية وكيفية إدارتها. بينما يتطرق المبحث الثالث إلى التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار وأهمية الرقابة الشرعية عليها، فيما يتناول المبحث الرابع دور الهندسة المالية الإسلامية في دعم عمل صناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار الإسلامية

نظرا للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية قامت شركات الاستثمار والمؤسسات المالية باستخدام هذه الصناديق في مجالها الاستثمارية وتطوير أعمالها وإدارتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. لهذا يتناول المبحث مجموعة من التعاريف والخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية، طبيعة العقود التي تحكم الأطراف المكونة لها، بالإضافة إلى عرض أهم أنواعها.

المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية وخصائصها

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار أموالها في أدوات مالية غير منافية لأحكام الشريعة الإسلامية، وتشترك في بعض الخصائص مع صناديق الاستثمار التقليدية.

الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

يتعذر وضع تعريف جامع مانع لصناديق الاستثمار الإسلامية نظرا لاختلاف أشكالها، خصائصها وأنظمتها، وفي هذا المجال قدمت التعاريف الآتية:

التعريف الأول: هي "صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية"¹.

التعريف الثاني: مصطلح "صندوق الاستثمار الإسلامي" يعني وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال بما يتفق تماما مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على الأرباح تناسب ما حصل فعلا من قبل الصندوق. يمكن أن تسمى هذه الوثائق شهادات، وحدات، أسهم أو يمكن إعطاء أي اسم آخر، مع مراعاة صحتها الشرعية وفق شرطين أساسيين²:

أولاً: بدلا من الحصول على معدل عائد ثابت مقيد مع القيمة الاسمية، يتم الحصول على عائد بالتناسب مع ما حصل فعلا من قبل الصندوق. أي على الأعضاء الدخول في الصندوق مع فهم واضح بأن يرتبط العائد على مساهمتهم مع الأرباح الفعلية المحققة أو الخسائر التي يتكبدها الصندوق. إذا كان الصندوق يكسب أرباحا طائلة، فإن العائد على مساهمتهم سيرتفع حسب كل حصة. ومع ذلك في حالة الصندوق يعاني من الخسارة سيكون عليهم تشاركتها أيضا، إلا إذا تسبب في خسارة عن إهمال أو سوء إدارة، في هذه الحالة إدارة الصندوق سوف تكون عرضة للتعويض لهم.

¹ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، مصر، 2004، ص 73.

² Taqi Usmani, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, :journal Of Islamic Economics., Vol. 21 No:2. 2009 , p1

ثانياً: حتى المبالغ المجمعّة يجب أن تستثمر في الأعمال التجارية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية. فهذا يعني أنه ليس فقط تقيد قنوات الاستثمار بالشريعة، ولكن أيضاً الشروط المتفق عليها معهم يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة"².

التعريف الرابع: تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى 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 الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية"³.

ومن خلال ما تقدم يمكن القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية عبارة عن "أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأسمال الصندوق، وتلتزم إدارتها بضوابط* الشريعة الإسلامية في استثمار المدخرات في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات التي يكون عملها مباح، وكذا استثمار المدخرات استثماراً حقيقياً يعتمد على صيغ الاستثمار الإسلامي والتي تشمل كل من عقود: المضاربة، المراجعة، السلم، الاستصناع، التأجير. على أن يتم توزيع الأرباح والخسائر فيها وفقاً لمبدأ المشاركة".

الفرع الثاني: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية

تمثل أهم الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية ما يلي:⁴

¹Taqi Usmani, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, op-cit p1.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار المحاسبي رقم 14 (صناديق الاستثمار)، البحرين، 2007، ص 477.

³ 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.

* تشمل ضوابط الاستثمار الإسلامي التي تعمل وفقها الصناديق الاستثمارية ما يلي:

الحفاظة على أصل المال، تحقيق الربح لأصل الصندوق مما يعمل على زيادة رأس المال، توفير السيولة من أجل العمل على تلبية طلبات الاسترداد، ربط الاستثمار بالقيم الشرعية والأخلاقيات السلوكية، حصر الاستثمار بالسلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة، مراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي وهي الضروريات والحاجيات، تحقيق فرص العمل ومنع البطالة، أداء حق الله في المال من الزكاة والصدقات.

⁴ المرجع السابق، ص ص 09-10.

أولاً: لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها وتأسيساً على ذلك، فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل، وهذه السمة جائزة شرعاً.

ثانياً: تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية)، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة "رب المال" ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة.

ثالثاً: يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.

رابعاً: يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوفيقية وهذا يوجب الرقابة المصرفية من قبل البنوك المركزية.

خامساً: يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة والتي تعمل في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية، وهذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة ومدير الصندوق.

سادساً: توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية والفنية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية ومنها المساهمات في أوراق مالية والمضاربة والمشاركة والمراحة والسلم والاستصناع والإجارة وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية*.

سابعاً: يحق للمشتركون في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على

* هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني في سعيها الرامي إلى رفع كفاءة الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط والحوكمة لدى مؤسساتها. ولقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعتها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410هـ الموافق 26 فبراير 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411هـ الموافق 27 مارس 1991م في دولة البحرين. وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصلة الاعتبارية حول العالم (200 عضواً من أكثر من 45 بلداً، حتى الآن) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. (أنظر الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: www.aoifi.org)

فترات دورية حتى يسهل خروج من يرغب من المشاركين، وهذا يوجب الالتزام بمعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ثامناً: تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان في: المؤسسين، والمشاركين، والمسوقين وأمناء الاستثمار، والإدارة، ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وهذا يوجب الرقابة الخارجية على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي الذي يقدم لهم تقريراً عن نتائج الأعمال والمركز المالي.

تاسعاً: توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقاً لضوابط عقود المضاربة والوكالة وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: ضوابط استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية

يتناول المطلب الضوابط والقواعد الخاصة بالاستثمار في الصناديق التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية بالإضافة إلى أوجه الاختلاف بين الصناديق الإسلامية ونظيرتها التقليدية.

الفرع الأول: ضوابط استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية

وضعت مؤسسة النقد العربي بنود وقواعد لتنظيم الاستثمار في الصناديق تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وفيما يلي تلك التعليمات:¹

- يسمح للصندوق باستثمار ما لا يزيد على (10%) من صافي أصوله في صندوق استثمار آخر بشرط ألا تتجاوز تلك الاستثمارات (15%) من صافي أصول الصندوق المراد الاستثمار فيه.
- لا يحق للصندوق امتلاك أو الاستثمار في أكثر من (1%) من رأسمال أية شركة مساهمة محلية يتم تداول أسهمها في السوق المحلية.
- يجب ألا تتجاوز مخاطر الاستثمار مع طرف مقابل أو مجموعة من الأطراف ذات العلاقة الواردة نسبة 15% من صافي أصول الصندوق.
- يجب ألا تزيد استثمارات أي صندوق في أي إصدار للأسهم أو السندات عن 1% من صافي الأصول.

الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية

تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن صناديق الاستثمار التقليدية في ثلاث نقاط رئيسية يتم تناولها وفق ما يلي:¹

¹ وليد هوجمل عولجان، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 06 مارس 2007م، ص ص 6-7.

أولاً: مجالات الاستثمار

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي توجه هذه الصناديق نحوها مدخرات المساهمين هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات الاستثمار هذه مجالات تحرم الشريعة الإسلامية الاستثمار فيها كمصانع الخمر، والمصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، وبالرغم من ثمة مجالات لا يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية أن تلجأ إليها، إلا أن هذا لا يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار لأن مجالات الاستثمار المباحة كثيرة، ومتعددة ومتنوعة؛

ثانياً: صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية"

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضاً مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمراجحة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك وعقود الاستصناع، وشركة المضاربة، أو الشركة المتناقصة المنتهية بالتملك إلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية؛

ثالثاً: وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على هذه الصناديق

تشرف هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على هذه الأنشطة الاستثمارية، وتتأكد من موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ولا يقتصر دور هذه الهيئات على مجرد الإفتاء في المسائل والمعاملات المالية، والأنشطة الاستثمارية، بل يتعدى ذلك إلى مراقبة هذه الأنشطة والتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات إن وجدت، وتقوم أيضاً بإنتاج وتصميم العقود المتوافقة وأحكام الشريعة.

المطلب الثالث: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية وأهمية البنوك الإسلامية بالنسبة لها
يتناول المطلب كيفية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية بالإضافة إلى أهمية الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية في هذا المجال.

الفرع الأول: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية

يمر النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية:²

¹ عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها وأحكامها، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 2007، ص4.
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.

أولاً: تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق استثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة، أو نشاط معين، وإعداد دراسة للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها؛

ثانياً: بعد ذلك تقوم تلك المؤسسة المالية بتكوين صندوق استثماري تحدد أغراضه، تعد نشرة الإصدار التي تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق، مدته، شروط الاستثمار فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه؛

ثالثاً: يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة الاسمية وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة الحصص التي يمتلكها في رأس المال. تصدر هذه الصكوك عادة اسمية وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعاً للمالك؛

رابعاً: بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق لأموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ في استثمارها في المجالات المحددة في نشرة الإصدار، وعند تحقق الأرباح يتم توزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما تقوم بتصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك؛

خامساً: يمثل الصك أو الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق وتستمر هذه الملكية طيلة مدتها ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة وإرث وغيرها.

الفرع الثاني: أهمية البنوك الإسلامية بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية

أزال إنشاء البنوك الإسلامية في عدد من الدول عقبة كبيرة كانت تعترض إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية بها وهي تولى شؤون الصناديق من قبل المصرف، بالنظر إلى إمكانية قيام المصارف الإسلامية بعدد واسع من الخدمات أهمها:¹

أولاً: القيام بتغطية الاكتتاب في صناديق الاستثمار؛

ثانياً: بيع وشراء الأوراق المالية للصناديق وهذا يعتبر في حد ذاته أحد الوسائل الهامة في تنشيط الاستثمار؛

ثالثاً: إدارة محافظ الأوراق المالية للصناديق من حيث الاحتفاظ بالأوراق المالية وتحصيل الكوبونات، توزيع الأسهم وكذا بيع وشراء الأوراق المالية لصالح الصندوق كمستثمر مالي؛

رابعاً: تعتبر وسيلة من وسائل الإعلام التي تستخدمها الصناديق لنشر الوعي المالي للجمهور المكتتبين بها؛

خامساً: تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والقيام بعملية التحليل المالي وتقديم الاستشارات المالية.

المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار الإسلامية

¹ غانم إياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مرجع سبق ذكره، ص 29.

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، ويحكم العلاقات السببية بينها مجموعة من العقود يجب بيان طبيعتها لدورها المباشر في تحديد أنواع ونظم وآليات الرقابة الشرعية والمالية عليها. وتختلف أشكال إدارة هذه الصناديق طبقاً للسياسة المتبعة من طرف مدير الصندوق وغالباً ما تشمل إدارة الصندوق عن طريق عقد المضاربة أو عقد الوكالة بأجر.

المطلب الأول: أقسام صناديق الاستثمار الإسلامية

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى قسمين، صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة وصناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة شأنها في ذلك شأن صناديق الاستثمار التقليدية.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة

هي الصناديق التي يتحدد فيها عند تأسيسها مدتها وغرضها وحجم رأسمالها بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان، ويتم تقسيمه إلى صكوك مضاربة أو وحدات (متساوية القيمة) وتطرح لجمهور المستثمرين فيه، ويقفل الاشتراك بنفاذ هذه الصكوك¹.

ولا تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا ما رغب أحد مالكيها الانسحاب من المشاركة، وإنما يقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي يتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك، وقد يتخصص نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في قطاع معين، أو في دولة معينة، أو منطقة أو إقليم محدد بحسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله، وبذلك فإن العمر الزمني لهذه الصناديق يختلف باختلاف تحقيقه لهدفه الاستثماري، فمن هذه الصناديق ما يكون قصير الأجل ومنها ما يكون متوسط أو طويل الأجل. يتم توزيع الأرباح والتصفية في هذه الصناديق حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار².

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة

هي التي لا تتحدد لها مدة زمنية معينة، ولا يحدد فيها مقدار رأس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها، وتظل الفرصة متاحة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها جزئياً أو كلياً وفقاً لإجراءات تحددها نشرة الإصدار، وتتحدد قيمة الصكوك

¹ أحمد بن حسن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 25.

² صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 820.

حينئذ بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الصكوك التي تم إصدارها، ويتم ذلك خلال فترات زمنية تعلن خلالها إدارة الصندوق قيمة هذه الصكوك التي تعكس حجم الأرباح التي يحققها الصندوق، حيث يتم إضافة الأرباح المحققة إلى قيمة الصكوك ليعاد استثمارها من جديد إلى أن يتم تصفيتها، وتوزيع أرباحها حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار¹.

ويتضح مما تقدم أن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية، ولكن يظهر الاختلاف في استخدام الموارد المالية، فصناديق الاستثمار التقليدية بنوعها المغلقة والمفتوحة تباشر نشاطها الاستثماري باستخدام مواردها في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة إما في أسواق النقد، أو في أسواق رأس المال وهو في الغالب استثمار غير مباشر يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية والاستفادة من العائد المتوقع، أما صناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تستخدم مواردها المالية في استثمارات حقيقية في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى كالتأجير والسلم والمراجحات ونحوها².

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

يتكون الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية من عدة أطراف تتباين علاقة كل طرف مع الصندوق وفق ما يلي:

الفرع الأول: طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية

تمثل أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية في الآتي:

أولاً: الجهة المنشأة للصندوق

قد تكون أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال ويطلق عليهم المؤسسين أو المساهمين، وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام الغير. ويمكن للمصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، وبذا تصبح علاقته مع سائر المستثمرين علاقة مشاركة أي شركة أموال، وقد يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية، وهذه العمولة مشروعة وتعتبر في هذه الحالة أجرة لذلك المصرف³.

ثانياً: المشتركون في الصندوق

¹ أحمد بن حسن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² المرجع نفسه، ص 26، بتصرف.

³ عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها، وأحكامها، مرجع سبق ذكره، ص 9.

وهم الذين يشتررون الوحدات (الصكوك أو ما في حكمها) الاستثمارية ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

ثالثاً: إدارة الصندوق

وهي الجهة الفنية المنوطة بإدارة معاملات وعمليات الصندوق وبصفة خاصة إدارة محافظ الاستثمارات والأوراق المالية، ويربطها بالصندوق عقد المضاربة أو الوكالة. ومن أهم مهامها استثمار (توظيف) الأموال طبقاً للضوابط الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر). والمساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).¹

رابعاً: جهات تسويق الوحدات (الصكوك) الاستثمارية

قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية في إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقاً لعقد الوكالة بأجر، كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقاً لعقد الجعالة.²

يتضح من العرض السابق تعدد أنواع العقود التي تربط الصندوق كشخصية معنوية مستقلة بالعديد من الأطراف المعنية به ومن أهم هذه العقود: عقد المضاربة، عقد الوكالة، وعقد الجعالة*.

الفرع الثاني: طبيعة العلاقة بين الصندوق والمستثمرين

بالنظر إلى أن علاقة الصندوق بالمستثمرين هي الأهم والأساس فإنها يمكن أن تتخذ عملياً إحدى صورتين الآتيتين:

أولاً: عقد مضاربة

عقد المضاربة هو الأساس الذي تقوم عليه العلاقة بين الجهة المصدرة للصناديق وبين المالكين لوحدات أو أسهم مشاركة في رأس مال تلك الصناديق.³ إذ تقوم الجهة المصدرة للصندوق بدور المضارب الذي يقوم باستثمار رأس مال المضاربة أو الصندوق المقدم من المكتتبين الذين يعتبرون في مجموعهم رب

¹ حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

² المرجع نفسه، ص 11.

* الجعالة عقد يلتزم فيه أحد طرفيه وهو (الجاعل) بتقديم عوض معلوم وهو (الجلل) لمن يحقق نتيجة معينة في زمن معلوم أو مجهول وهو (العامل) والجعالة مشروعة ولا تؤثر فيها الجهالة في محل العقد وهو العمل بل يكفي تحديد النتيجة المقصودة منه، وهي بذلك تصلح لما لا تصلح له الإجارة التي يجب فيها تحديد العمل (أنظر: قيصر عبد الكرم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، دار رسلان، سوريا، دمشق، 2006، ص 176-180).

³ أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

المال وذلك كله وفق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق والتي يجب أن تكون طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية¹.

ثانياً: عقد وكالة بأجر

علاقة الصندوق بالمستثمرين هي علاقة وكالة بأجر، فالمدير ينوب عن المستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح²، ويتقاضى مقابل ذلك أجراً محددًا لقاء إدارته، وهذا ضابط الوكالة بأجر وذلك لأن موافقة المستثمرين على ما جاء في نشرة الاكتتاب وقيامهم بالاكتتاب الفعلي، جعل التعاقد كأنه صادر منهم أصالة نظراً لكثرة عدد المشاركين، كما أن الشروط الجائزة في العقد يمكن أن تحدد من طرف ويوافق عليها الطرف الآخر. وبالتالي فإن العلاقة بين المصرف المؤسس أي مدير الصندوق والمستثمر يمكن أن تكون علاقة وكالة بأجر، أو مضاربة³.

المطلب الثالث: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية

يتم إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق عدة عقود تختلف من صندوق إلى آخر إلا أن أغلبها يدار على أساس عقد المضاربة وعقد الوكالة بأجر.

الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المضاربة

المضاربة وإن تباينت تعاريف الفقهاء فيها إلا أن حقيقتها أنها "عقد بين طرفين، يقوم الأول ببذل المال، والآخر يبذل العمل على أن يكون الربح بينهما على حسب الاتفاق"⁴، والمضاربة جائزة بالقرآن والسنة والإجماع.

وعقد المضاربة في الواقع الفعلي عقد بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه إذ يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ مالية نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتعطي للمكتتبين صكوكاً بقيمة

¹ عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية، مرجع سبق ذكره، ص11.

² حسن بن غالب بن حسن آل دائلة، زكاة الصناديق الاستثمارية، بحث مقدم إلى ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، بالرياض، السعودية، في 22ماي 2008، ص13.

³ عطية عبد الحليم صقر، صناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1997، ص103.

⁴ حسن بن غالب بن حسن آل دائلة، زكاة الصناديق الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص11.

معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كسواء وبيع أصول وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أصحاب المال¹. إلا في حالات تعدي إدارة الصندوق (المضارب) أو تقصيرها أو مخالفتها للشروط، فإنه عند ذلك تتحمل ما نشأ بسببها. المضاربة نوعان: مضاربة مقيدة ومضاربة غير مقيدة، أو مطلقة²، وكلاهما صحيح شرعاً، والمضاربة تكون مطلقة إذا لم تقيد المضارب بعمل معين، أو مكان معين، أو زمان محدد، أو لم يتقيد المضارب بمن يعامله³، إذ يستطيع المضارب أن يبيع ويشترى للحصول على الربح، ولا يتقيد بأي شروط، أو اتفاق مع رب المال، أما المضاربة المقيدة فهي التي يلتزم فيها المضارب بجميع القيود والشروط التي يضعها رب المال لحماية أمواله، غير أن هذه القيود والشروط في صناديق الاستثمار يضعها المضارب (المصرف أو مدير الصندوق) ويكون لرب المال الخيار في قبولها أو رفضها⁴. وتتضمن المضاربة شروط يتعين توفرها لصحة العقد وهذه الشروط هي⁵:

- أن تتوفر لدى كل من رب المال والمضارب أهلية التصرف؛
- أن يكون رأس المال معلوماً وصالحاً للتعامل فيه؛
- تسليم رأس المال إلى المضارب ليعمل فيه؛
- أن تكون حصة كل من المتعاقدين في الربح جزءاً معلوماً شائعاً.

الفرع الثاني: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الوكالة بأجر

الوكالة تفويض شخص ما له فعله مما يقبل النيابة إلى غيره ليفعله في حياته، والوكالة جائزة بالكتاب والسنة والإجماع⁶، وهي قسمان⁷:

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 813.

² تقيد صندوق الاستثمار بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار يعتبر من قبيل المضاربة المقيدة التي يلتزم فيها المضارب بالشروط الجائزة التي يضعها رب المال لحماية أمواله، غير أن هذه القيود والشروط في الصناديق الاستثمارية يضعها المضارب نفسه في نشرة الإصدار والاكتتاب وليس لرب المال سوى القبول أو الرفض والبحث عن صناديق منافسة أخرى، ولا يوجد في ذلك أي مانع شرعي لأن رب المال بموافقة على هذه القيود والشروط يكون إقراراً منه بقبولها، والشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدد من جانب رب المال فيقبل بها المضارب أو العكس (أنظر: عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 2005، ص576).

³ عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية، مرجع سبق ذكره، ص12.

⁴ خالد بن علي ثويني النيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص96.

⁵ عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية، مرجع سبق ذكره، ص13.

⁶ أنس عبد الواحد صالح الجابر، أحكام الرجوع في العقود المالية في الفقه الإسلامي (دراسة فقهية مقارنة)، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2007، ص283.

⁷ خالد بن علي ثويني النيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص97.

- تفويض عام: ويدخل تحته جميع ما تصح فيه الإنابة من الأمور المالية، إلا ما يستثنيه الموكل من الأشياء؛
- توكيل خاص: حيث يختص بما جعل الموكل للوكيل من قبض، أو بيع، أو غيره، فإن أذن له أن يبيع بما يرى وكيفما يرى جاز له ذلك.

كما أن الأجير قد يكون خاصا أو مشتركا (عاما)، والأجير الخاص هو الذي يستأجر مدة معلومة ليعمل فيها، ولا يجوز له أثناء المدة المتعاقد عليها أن يعمل لغير مستأجره. أما الأجير العام أو المشترك فهو الذي يعمل لأكثر من واحد يشتركون في نفعه، وليس لمن استأجره أن يمنعه عن العمل لغيره.

وتدار صناديق الاستثمار على أساس الوكالة بأجر، إذ يوكل أو يفوض المستثمرون (الموكل) المصرف، أو مدير الصندوق (الوكيل)، بإدارة أمواله توكيلا عاما، أي بحسب الشروط والقيود المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب، وذلك مقابل أجر سنوي، أو عمولة أو نسبة من المال المكتتب فيه، يسمى الرسوم والمصاريف الإدارية، يؤخذ عند دخول أو خروج المستثمر من الصندوق.

ويعد المصرف أو مدير الصندوق بمثابة الأجير العام للمستثمر، إذ يستطيع مدير الصندوق قبول وكالة المزيد من المستثمرين في هذا الصندوق، أو في صناديق أخرى يديرها. كما يمكن للوكيل توكيل غيره إذا أذن له الموكل، ويمكن تحقيق هذا الإذن بموافقة المستثمرين بتضمين ذلك في نشرة الاكتتاب.

مما سبق يمكن القول أنه يمكن من الناحية الشرعية تكوين وإدارة صناديق الاستثمار على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر، وتشابه الطريقتان في وجود أتعاب تحفيزية لمدير الصندوق في الوكالة بأجر، إذ تصبح شبيهة لأول وهلة بالمضاربة إلا أنه ثمة اختلاف بين الطريقتين يتم بيانه فيما يلي:

أولا: الفرق بين المضاربة والوكالة بأجر

هناك ثلاثة معايير يمكن الاستعانة بها في التفرقة بين المضاربة والوكالة بأجر وهي:¹

- 1- معيار الصيغة التي ينعقد بها عقد المضاربة وعقد الوكالة؛
- 2- معيار تحديد الأجر: فإذا كان الأجر مبلغا مقطوعا ومحددا عند إبرام العقد والاشتراك في الصندوق، كان العقد وكالة بأجر، أما إذا كان الأجر نسبة من ناتج نشاط العامل كالنصف أو الربع أو الثلث من صافي الأرباح المحققة، فإن العقد يكون مضاربة. وهناك فرق بين أجر الوكيل ونسبة المضارب في الأرباح المحققة، إذ يستحق الوكيل الأجر المحدد له، دون النظر إلى نتيجة نشاطه سواء أكانت إيجابية أم سلبية، أما المضارب فإنه لا يستحق نسبته من الربح، إلا إذا كانت نتيجة النشاط إيجابية وتحقق الربح بالفعل، فيستحق المضارب

¹ عطية عبد الحليم صقر، صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 110.

الربح في المضاربة مباشرة من الأرباح الصافية في شكل نسبة معلومة وليس بعد بلوغ الأرباح مستوى معيناً متفق عليه؛

3- يتمتع المضارب بالأحقية الكاملة في التصرف والإدارة بحسب الصيغة والتعليمات المتفق عليها بين الطرفين، بينما يمكن للموكل أو رب المال في الأصل في حال الوكالة بأجر التدخل في الإدارة بين الحين والآخر، وفي الممارسة العملية فإن الملحوظ أن المصارف تشترط عدم تدخل العميل (الوكيل) في عمل مدير الصندوق بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير من المستثمرين في الصندوق، والمسلمون على شروطهم.

ثانياً: الحالات التي تفضل فيها إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية أن تكون العلاقة بين المستثمر ومدير الصندوق وكالة بأجر أو أن تكون عقد مضاربة

في التطبيق العملي فإن غالبية صناديق الاستثمار لدى المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تدار على أساس عقد المضاربة، ولم تطبق الوكالة إلا في حالات نادرة لاسيما الحالات التي يكون فيها نشاط الصندوق ذو مخاطر مرتفعة¹.

وبصورة عامة تفضل إدارات صناديق الاستثمار أو الجهات القائمة على إدارتها أن تدار الصناديق المتدنية المخاطر والقليلة العائد مثل صناديق أسواق النقد والمراجحات على أساس المضاربة، إذ يعد حجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق مرتفعاً نسبياً، إضافة إلى تدني مستوى المخاطر مما يضمن عائداً أكبر منه، فيما لو كان مداراً بطريقة الوكالة بأجر. ويفضل المصرف أو مدير الصندوق عند إدارة الصناديق العالية المخاطر مثل صناديق الأسهم العمل على أساس الوكالة بأجر، حيث تتميز هذه الأنواع من الصناديق بالتذبذب العالي في أداؤها من يوم لآخر، فقد تصعد مؤشرات الأسواق المالية في يوم ما صعوداً عالياً، كما يمكن أن تنخفض انخفاضاً حاداً، ومن ثم يقوم المصرف ونظراً لعدم إمكانية ضمان تحقق الربح باستقطاب نسبة مئوية من أصول الصندوق المستثمرة في شكل رسوم إدارية عند اشتراك المستثمر في الصندوق، إضافة إلى سن الربح التحفيزي إذا تعدى صافي أرباح الصندوق المستوى المتوقع والمتفق عليه في العقد.

ويمكن القول في النهاية أن الفاصل الأساس في اختيار نوعية العقد بين الطرفين هو مقدار المخاطر التي سوف يتحملها مدير الصندوق، إذ يحاول مدير الصندوق جاهداً اختيار الطريقة المناسبة التي تقلل من المخاطر التي يتحملها بقدر الإمكان².

الفرع الثالث: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الحافز التشجيعي

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية، مرجع سبق ذكره، ص 590.

² خالد بن علي ثويني الننيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص 99.

وهو ما يفرضه المصرف بصفته مضاربا أو وكيلًا بأجر على العميل في حال تجاوز الربح مستوى أو نسبة معينة، ومثال ذلك ما جاء في إحدى نشرات الاكتتاب الصادرة عن مصرف الراجحي في السعودية:

"يتقاضى مدير الصندوق حافزا تشجيعيا (20%)، ولا يؤخذ هذا الحافز إلا عند زيادة صافي الأرباح عن (9%) ويؤخذ هذا الحافز من القسم الزائد فقط"¹.

الفرع الرابع: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المشاركة

في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بتلك المهمة عنهم وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المال، وإما بحصة زائدة بناء على تجاوز تفاوت الربح عن حصته في التمويل. والإدارة في هذه الطريقة تختلف عما يحصل في طريق الإدارة في المضاربة من حيث جواز تدخل الشركاء في الإدارة دون الإخلال بسريان ما سبق أن أبرمه من تصرفات إدارة بمفرده².

المبحث الثالث: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار

يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية أن تتوافق في حكمها الشرعي مع صناديق الاستثمار الإسلامية، إذا توافقت مكوناتها وأساليب عملها مع أحكام الشريعة الإسلامية. لهذا يتناول هذا المبحث التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكوناتها، وأساليب الاستثمار فيها، وأهمية الرقابة الشرعية على معاملاتها، بالإضافة إلى مزايا ومخاطر الاستثمار فيها.

المطلب الأول: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكوناتها

يشمل التكيف الشرعي للصناديق التي تستثمر أموالها في جميع الأدوات المالية المتوافرة من أسهم وصكوك وصفقات متنوعة، شريطة أن تكون هذه الأدوات المالية متوافقة أصلا مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ويشترط أن تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية وفق طرق وآلية عمل متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية

¹ شركة الراجحي للاستثمار، اتفاقية صندوق الراجحي للأسهم العالمية، على الموقع www.alrajhibanc.com ، تاريخ الاطلاع 2010/09/10،

ص1

² عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية، مرجع سبق ذكره، ص578.

هي الصناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها كما تحصل على الأرباح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها¹.

وقد ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون على الحصول على الدخل المباح الذي أحله الله تعالى، وقد اختلف العلماء والفقهاء المعاصرون في حكم التعامل والتداول بالأسهم الصادرة من الشركات المساهمة، تبعاً للاختلاف في حكم جواز عمل تلك الشركات أصلاً وبالتالي في الحكم بالإسهام فيها على قولين:²

الأول: الشركات التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تعمل في إنتاج وبيع الخمر... الخ، وهذه لا يجوز المساهمة فيها بأي حال من الأحوال لأن ذلك يعني إدخال صاحب السهم في عمل غير جائز شرعاً.

الثاني: شركات يكون نشاطها الأصلي مباحاً ولكنها تمارس بعض الأنشطة أو الأعمال الغير جائزة كأن تقترض بالفائدة أو تودع أموالها لدى البنوك الربوية، وهذا النوع من الشركات كان محل خلاف بين الفقهاء المعاصرين، فمنهم من قال بأنه لا يجوز الاستثمار فيها³ إذ لا يختلف حكمها في نظرهم عن النوع الأول، ومنهم من قال لا بأس بالاستثمار فيها⁴ ولكن يجب على المستثمر أن يقوم بتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق له من ريع وقد أسست صناديق الأسهم على الرأي الثاني:

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 817.

² محمد علي القرني، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998، ص 422.

³ وهو قول: اللجنة الدائمة للإفتاء في المملكة العربية السعودية، ومجمع الفقه الإسلامي العالمي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في جدة، والمجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي في مكة، والهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، وكثير من العلماء المعاصرين. وأعضاء مجمع الفقه الإسلامي في مكة منهم: سماحة الشيخ عبد العزيز بن باز، والشيخ صالح الفوزان، والشيخ بكر أبو زيد، والشيخ عبد الله البسام، والشيخ يوسف القرضاوي، والشيخ محمد السبيل، والشيخ أحمد فهمي أبو سنة، وغيرهم. وتحفظ الشيخ محمد مصطفى الزرقاء على القرار بقوله: "تحفظ على القرار لأن الموضوع يحتاج لتفصيل". وقد ذكر القرار علة التحريم فقال: "والتحريم في ذلك واضح، لعموم الأدلة من الكتاب والسنة في تحريم الربا، لأن شراء أسهم الشركات التي تتعامل بالربا مع علم المشتري بذلك يعني اشتراك المشتري بنفسه في التعامل بالربا، لأن السهم يمثل جزءاً شائعاً من رأس مال الشركة، والمساهم يملك حصة شائعة في موجودات الشركة، فكل ما تقرضه الشركة بفائدة أو تقرضه بفائدة للمساهم نصيب منه، لأن الذين يباشرون الإقراض والاقتراض بالفائدة يقومون بهذا العمل نيابة عنه، والتوكيل بعمل الحرام لا يجوز.

⁴ وهو قول: بعض المفتين، خاصة في الهيئات الشرعية للبنوك الإسلامية. وأول من قال به من تلك اللجان الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار. وصدر في قرارين، الأول برقم 310، وفيه نص على مسوغات القول بالجواز وهي: عموم البلوى، ورفع الحرج والحاجة العامة. ونص في القرار على ثلاثة ضوابط للقول بالجواز، وهي:

1. أن يكون نشاط الشركة مباحاً
2. أن تكون المديونية الربوية (أي القروض التي اقتترضتها الشركة بعمود ربوية) لا تزيد عن ثلث رأس مال الشركة. ثم عدل ذلك في القرار الجديد إلى ربع إجمالي المطلوبات.

وعلى ذلك فإن عمل صناديق الأسهم الإسلامية تقوم على المبادئ التالية:¹

- 1- اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحا فلا يستثمر الصندوق في البنوك الربوية أو الشركات التي تمارس نشاطها في إنتاج المواد المحرمة.
- 2- أن يقوم مدير الصندوق بحساب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- 3- أن يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديوين أو النقود، لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم، وبضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود، ولما كانت الشركات لا تخلو من نقود أو ديون في موجوداتها، عمل الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير حكم الكل، فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم للغالب الكثير لا للقليل، وحد القلة الثلث ولذلك إذا كانت هذه الديون أقل من الثلث كان الحكم للغالب وليس للقليل.
- 4- عدم ممارسة عمليات غير جائزة مثل ما يسمى بالبيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك.

وتستحوذ صناديق الأسهم الإسلامية على الصدارة بين أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية الموجودة إذ يجتمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة، فحجم أصول صناديق الأسهم في الشرق الأوسط وإفريقيا وصل إلى 10.1 مليار دولار في نهاية عام 2008.²

الفرع الثاني: صناديق الصكوك

3. أن يظهر نصف ربح القرض الربوي.

ثم صدر القرار رقم 485، وزيد فيه ضابطان جديان هما ما يأتي :

1. أن لا يتجاوز الإيراد الناتج من عنصر محرم 5% من إجمالي إيراد الشركة، سواء كان الإيراد فوائد ربوية أو ناتج من ممارسة محرمة .
 2. ألا يتجاوز إجمالي العنصر المحرم استثمارا كان أو تملكا محرم 15% من إجمالي موجودات الشركة.
- مع تأكيد القرارين على تحريم الاشتراك في تأسيس شركات ينص نظامها على تعامل محرم في أنشطتها أو أغراضها. وأكد القراران كذلك على أن التعامل بأسهم تلك الشركات مقيد بالحاجة، فإن وجدت شركات مساهمة تلتزم اجتناب التعامل بالربا وتسد الحاجة فيجب الاكتفاء بها عن غيرها ممن لا يلتزم ذلك وإضافات أخرى مهمة. والعلماء الموقعون على القرار 310 هم: فضيلة الشيخ العلامة عبد الله بن عبد العزيز ابن عقيل رئيس الهيئة الشرعية، وفضيلة الشيخ العلامة مصطفى أحمد الزرقا (رحمه الله)، وفضيلة الشيخ الدكتور عبد الله بن عبد الله الزايد، وفضيلة الشيخ عبد الرحمن بن عبد الله بن عقيل أمين الهيئة الشرعية في حينه. وأما الموقعون على القرار 485 فهم: فضيلة الشيخ العلامة عبد الله بن عبد العزيز ابن عقيل رئيس الهيئة الشرعية، وفضيلة الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع، وفضيلة الشيخ عبد الله بن عبد الرحمن البسام (رحمه الله)، وفضيلة الشيخ الدكتور عبد الله بن عبد الله الزايد، وتوقف في حكم هذا النوع فضيلة الشيخ أحمد بن علي سير مباركي، وفضيلة الشيخ عبد الرحمن بن صالح الأطرم.

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 129.

² التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، يوليو 2009، ص 5.

هي الصناديق التي تتاجر بالصكوك الاستثمارية بأنواعها سواء أكانت حكومية أم خاصة، وباختلاف مددها وقد تم إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات " قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام، واقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترب بذلك المحرم ويعد الناس عن الوقوع فيه، والذي يتمثل في صكوك الاستثمار* .

الفرع الثالث: صناديق السلع

هي صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتسبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتسبين بنظام النسب ويتم استخدام عقود البيوع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المراجحة والسلم والاستصناع¹.

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي:²

- 1- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.
- 2- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع.
- 3- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث محدد لا يعتبر البيع جائزاً³.
- 4- يجب أن تكون السلع مملوكة من قبل البائع في وقت البيع، فلا يجوز في الشريعة لشخص أن يبيع سلعة قبل أن يملكها⁴.

الفرع الرابع: الصناديق المتوازنة

* سيتم تناول مفهوم صكوك الاستثمار كأحد أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في البحث الرابع من هذا الفصل.

¹ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سبق ذكره، ص109.

² سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص130.

³ صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره ص819.

⁴ Taqi Usmani, An Introduction To Islamic Finance, An online publication by accountancy.com.pk, date of consultation: 15/01/2010 , p2

- يشترط في صناديق الاستثمار المتوازنة أن تكون متوافقة مع الضوابط الشرعية مثلها مثل باقي الصناديق الإسلامية، ولذلك يجب أن يتوافر فيها ما يأتي:¹
- 1- أن تستثمر أموالها في أصول مباحة، مثل أسهم الشركات المساهمة المجازة شرعاً والصكوك الإسلامية، وصيغ التمويل المختلفة مثل عقود المراجعة، والمضاربة بالسلع وبيع السلم. أما في حالة صندوق الصندوق، فيجب أن يستثمر الصندوق الرئيسي في صناديق إسلامية.
 - 2- إتباع والتزام مدير الصندوق الطرق الشرعية في عمليات البيع والشراء، والابتعاد عن الطرق المخالفة للضوابط الشرعية.
 - 3- أن يكون الاتفاق بين كل من المستثمر (رب المال) ومدير الصندوق (المضارب أو الوكيل بأجر) متفقاً مع الضوابط الشرعية لكل علاقة على حدة.

المطلب الثاني: التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث أساليب الاستثمار فيها

من أهم صناديق الاستثمار المنتشرة في وقتنا الحالي والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية ما يأتي:

الفرع الأول: صناديق المراجعة

تقوم صناديق المراجعة على التمويل بالأجل بطريق المراجعة وبخاصة في أسواق السلع الدولية. فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم يبيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل. ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر. ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية. وجلي أن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين. ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون. وتثير هذه الصناديق إشكالاً شرعياً إذ أن بيع الدين لا يجوز في الشريعة إلا لمن هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والغرر. ولذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يتحول إلى بيع الدين الممنوع.² إلا أن بعض الهيئات الشرعية أفتت بأن المقصود من تداول وحدة الصندوق هنا هو الحصول على عائد، وليس شراء أو بيع الدين، عملاً بقاعدة التبعية والقصد، والأمور بمقاصدها.³ ولصناديق المراجعة ضوابط شرعية منها أن تكون السلعة المعقود عليها مباحة، ويستثنى من السلع

¹ خالد بن علي ثويني الننيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص 145.

² صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مرجع سبق ذكره، ص 849-850.

³ خالد بن علي ثويني الننيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص 165.

الذهب والفضة، وأن تكون عمليتا البيع والشراء حقيقية وليست صورية، فيقع التعاقد بين الطرفين ويتحقق القبض*.

الفرع الثاني: صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويجب أن يكون في سلعة موصوفة في الذمة. ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية من خلال الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة، يقدر على تسليمها في الأجل، وأن يدفع الثمن كاملاً في مجلس العقد، إلى جانب تحديد أجل ومكان التسليم، ويتولد الربح من بيوع السلم عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة مثل القمح أو الشعير حيث تسلم إلى الصندوق خلال 90 يوماً مثلاً، ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة، كما أنه لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين، والدين لا يجوز بيعه للغير. لذا يقوم الصندوق بإدخال عقد سلم مواز أي أنه يبيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة، كأن تكون مدة السلم الأول 90 يوماً وتكون مدة الآخر 30 يوماً، ويتحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسعار ومن الزيادة من أجل إلى أجل آخر¹.

الفرع الثالث: صناديق التأجير

هي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاة بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار²، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل هذه الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق، وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق، وتسمى هذه الشهادات "صكوك" وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شرائها بالسوق الثانوية ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت للمالكها الأول، وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قوى العرض والطلب في السوق³.

* بيع المراجعة ينقسم إلى أربعة أقسام: بيع المساومة وبيع التولية، وبيع الخطيئة وبيع المراجعة، والبيوع الثلاثة الأخيرة تسمى ببيع الأمانة.

بيع المساومة: وهو بيع السلعة بثمن متفق عليه دون النظر إلى ثمنها الأول الذي اشتراها البائع به.

بيع التولية: وهو بيع السلعة بمثل ثمنها الأول الذي اشتراها البائع به من غير نقص ولا زيادة.

بيع الوضعية: وهو بيع السلعة بمثل ثمنها الأول الذي اشتراها البائع به مع وضع مبلغ معلوم، ولذلك يسمى أيضاً ببيع الخطيئة. (أنظر: فليح حسن

خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، عمان الأردن، 2006، ص295).

¹ وليد هوبعل عولجان، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل، مرجع سبق ذكره، ص39.

² محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص424.

³ Taqi Usmani, An Introduction To Islamic Finance, op-cit, p147

وتنقسم عقود الإيجار إلى نوعين:¹

الأول: تأجير مباشر وهو صيغة التمويل المعروفة حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل من الأصول ثم تأجيره بأقساط إيجارية شهرية أو دورية بحيث يسترد رأسماله وقدرًا من الربح المتفق عليه ويبقى الأصل ملكًا للبنك حتى نهاية العقد.

الثاني: تأجير غير مباشر مثال ذلك أن تكون عمليات التأجير جزءًا من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة.

وحتى تكون عمليات الصناديق التأجيرية صالحة لأن يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي فإنه يتعين توافر الضوابط التالية:²

1- يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاءه وتوليد المنافع طوال مدة العقد.

2- يجب تحديد الإيجار لكل طرف قبل بداية العقد.

3- يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر بحيث لم توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها لفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة على أية حال يكون عليها الأصل.

4- يلتزم المؤجر بكل الالتزامات المترتبة على ملكيته للأصول.

5- يجب أن يتفق استخدام الأصول التجارية مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى ذلك فلا يجوز استخدامها في أغراض تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

الفرع الرابع: صناديق الاستصناع

يعرف الاستصناع على أنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة³، ومن شروطه بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وصفته بوصفه مبيعا فلا بد من معرفته، وأن يكون مما يجري فيه التعامل بين الناس وذلك لأن هذا البيع جاء على خلاف القياس، وإنما أجاز استحسانا لتعامل الناس به. كما يجب أن لا يتضمن العقد أجلا محددًا، لأنه يتضمنه الأجل يصبح العقد سلما وليس استصناعا².

¹ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سبق ذكره، ص 110-111

² محمد علي القرني، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 426

³ محمد البلتاجي، صيغ التمويل في المصارف الإسلامية، موقع المصارف الإسلامية / <http://www.bltagi.com/portal/>، تاريخ الإطلاع 2010/10/23

² قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مرجع سبق ذكره، ص 150.

يعتبر عقد الاستصناع من الصيغ الهامة التي تطبقها صناديق الاستثمار على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع، وما يتميز به من خصائص عديدة غير متوافرة في العديد من العقود. في الاستصناع يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة، ويظهر من هذا الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع، ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة فإن المبيع يجب أن يكون محدد المواصفات، والمبيع المصنوع بمواد من الصانع مثل المواد الأولية التي يصنع منها المبيع، وكل ما يحتاجه الصانع من مواد أساسية أو كمالية يجب أن يقدمها البائع للصانع من عنده، بأن تكون مملوكة لديه أو يشتريها من ماله من جهات أخرى. ومن الطبيعي أن يحسب الصانع في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة بالإضافة إلى جهده وعمله، ويدفع الثمن حسب الاتفاق عند التعاقد أو بعد التسليم أو في أجل محدد، فالثمن لا يجب تعجيله في الاستصناع. ويتعامل بصيغة الاستصناع من خلال أسلوبيين:¹

1- باعتباره مستصنعا: يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه أن يكون طالبا لمنتجات صناعية ذات مواصفات خاصة، فيقوم بإجراء التعاقد مع الشركات والمؤسسات الصناعية والحرفية من أجل شراء تلك السلع والمنتجات التي يتسلمها في موعد محدد في المستقبل، فالصندوق هنا هو المشتري المستصنع، وهو يمارس بهذه الصيغة تمويل عملائه بصفتهم جهات صانعة يوفر لهم الموارد المالية اللازمة عبر شراء منتجاتهم الصناعية. إذ تدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق ولهذا يحق له التصرف فيها بعد ذلك، إما بالاتجار المباشر بنفسه أو من خلال توكيل الغير. ومن التطبيقات الممكنة في هذا الخصوص قيام الصندوق بالبحث عن مشتري للسلعة بالثمن الذي يتفق عليه في حينه (بيع المساومة)، أو البحث عن مستأجر للأصل الذي تم تصنيعه بأسلوب الإيجارة المنتهية بالتملك. ويتم تطبيق هذه المعاملة بالطرق التالية:

1-1 - تصريف الصندوق السلعة المصنعة من خلال توكيل عملية الصانع نفسه بمتابعة تسويق السلعة وبيعها للغير بعد التمكن من قبضها. وقد يكون هذا التوكيل مجانا، أو بأجر مقطوع، أو نسبة من ثمن البيع، كما يمكن أن يعطى لهذا الوكيل حوافز إضافية عن الأجر المحدد وذلك بتوكيله ببيع السلعة بسعر أدنى يتضمن ربح محدد للصندوق، ومنحه ما زاد عن ذلك السعر الأدنى أو إشراكه في تلك الزيادة بنسبة محددة يتفق عليها، هذا ويشترط أن يكون هذا التوكيل منفصلا عن عقد الاستصناع.

1-2 - إجراء بيع مراححة للسلعة المصنعة بناء على وعد مسبق لشراء تلك السلعة من طرف ثالث، ويستطيع الصندوق من خلال وجود هذا الوعد أن يقلل من مخاطر العملية ويضمن تصريف السلعة المصنعة بعد التمكن من قبضها؛

¹ صافية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مرجع سبق ذكره، ص ص 846 - 849.

1-3- إبرام عقد الاستصناع موازي مع طرف آخر يلتزم فيه الصندوق بصنع السلعة المطلوبة بنفس مواصفات السلعة التي اشتراها في العقد الأول، ويكون ذلك إلى أجل أبعد من أجل الاستصناع الأول ويشترط في هذا عدم الربط بين العقدین. وعليه فإن تعامل الصندوق بصفته مستصنعا يتخذ أشكالا مختلفة منها:

- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمساومة؛
- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمراجحة للواعد بالشراء؛
- عقد الاستصناع المقترن بالتوكيل الصانع ببيع السلعة المصنعة؛
- عقد الاستصناع المقترن بإجارة منتھية بالتملك؛
- عقد الاستصناع المقترن باستصناع موازي.

2- باعتباره صانعا: يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه من الأفراد والشركات أن يلعب دور الصانع في عقد الاستصناع، وذلك في حالة توجه هؤلاء العملاء للبنك لشراء منتجات صناعية ذات مواصفات محددة بضمن مؤجل لعدم قدرتها على توفير الأموال اللازمة حالا، ففي هذه الحالة يقوم الصندوق بتمويل عملائه بصفتهم جهات مستصنعة، وهو الجهة الصانعة.

ويمكن للصندوق هنا أن يقوم بإنتاج السلعة المطلوبة سواء من خلال ما يمتلكه من شركات ومصانع تابعة له بالكامل أو مستثمر في جزء من رأسمالها. كما يمكن للصندوق في معظم الأحيان أن يقوم بإبرام عقد الاستصناع موازي مع منتج لهذه السلعة على نفس الكمية والمواصفات المطلوبة في عقد الاستصناع الأول، ويلعب الصندوق في العقد الثاني دور المستصنع تجاه المقاول أو الصانع النهائي ويشترط في صيغة الاستصناع المقترن باستصناع موازي، أن تتم من خلال إبرام عقدین منفصلین أحدهما مع العميل يكون فيه الصندوق صانعا، والآخر مع الصانع النهائي يكون فيه الصندوق مستصنعا. ويحقق الصندوق ربحه عن طريق اختلاف الثمن في العقدین لكون أحدهما حالا (وهو الذي مع المقاول أو الصانع النهائي)، والثاني مؤجلا (وهو الذي مع العميل). كما يراعى في هذه المعاملة تقدم موعد تسلم السلعة المصنعة من الصانع النهائي على موعد تسليمها للمستصنع العميل.

الفرع الخامس: صناديق الاستثمار المبنية على أساس المشاركة

تعرف المشاركة بأنها خلط اثنين أو أكثر ماليهما أو عملهما أو التزامهما في الذمة بقصد الاسترباح، أو اختلاط ذلك على سبيل الحيازة على الشيوع¹، أي أنها اشتراك طرفین أو أكثر في المال أو العمل على أن يتم الاتفاق على كيفية تقسيم الربح، أما الخسارة فيجب أن تكون حسب نسبة المشاركة في رأس المال،

¹ مصطفى كمال السيد طابيل، دراسة قرار الاستثمار في المصارف الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 120.

ويطبق الصندوق الإسلامي هذه الصيغة بالدخول بأمواله شريكا مع طرف أو مجموعة أطراف في تمويل المشاريع مع اشتراكه في إدارتها ومتابعتها¹.

تعد صناديق الاستثمار المبنية على أساس المشاركة في الملكية من أحدث المفاهيم في الاستثمار. وقد اتسع هذا المفهوم بعد عام 2009 إذ توجهت الشركات والمؤسسات من الاستثمار في البورصات والأسواق الدولية إلى الأعمال والنشاطات الخدمية والتكنولوجية والطاقة خاصة بعد أزمة الرهن العقاري حيث أدت نسبة الاستثمار في هذا النوع من النشاط بما نسبته 40% عن ما قبل عام 2009، وفي أحدث التقارير الخاصة بمكثا استثمارات يمكن إيفاد الحقائق التالية:

- بلغ حجم الاستثمار في صناديق المشاركة في نهاية سنة 2009 حوالي 35 مليار دولار على مستوى العالم.
- بلغ معدل العائد الداخلي لـ 1328 صندوق مدار على أساس المشاركة حوالي 20%.
- معظم توجيهات الاستثمار في هذا النوع من الاستثمار توجه نحو التكنولوجيا الحديثة، على أساس أن التطور التكنولوجي خلال 20 سنة القادمة سيكون أعلى بعشرات المرات من السنوات 100 التي مضت.
- يهيكل الصندوق فنيا على أساس استثمارات طويلة الأجل، ويتحمل مخاطر طويلة نوعا ما وتحصل المؤسسات المشاركة على العوائد في نهاية فترة الاستثمار ويمكن أن تؤول ملكية المشروع بالكامل للمؤسسات المشاركة خاصة إذا كانت حصة المساهمة فيها بنسب كبيرة².

الفرع السادس: الصناديق المختلطة

يتم في هذا النوع من الصناديق الإسلامية توظيف مبالغ الاشتراك في أنواع مختلفة من الاستثمارات، مثل الأسهم، التأجير، والسلع الأساسية وغير ذلك. في هذه الحالة إذا كانت الأصول المادية للصندوق أكثر من 51% في حين السيولة والديون أقل من 50% من وحدات الصندوق تكون قابلة للتداول، ومع ذلك إذا كانت نسبة السيولة والديون تتجاوز 50%، لا يمكن تداول وحداتها وفقا لغالبية العلماء المعاصرين. في هذه الحالة يجب أن يكون الصندوق صندوق مغلق النهاية³.

الفرع السابع: الحكم الشرعي لصناديق التحوط

تتخذ صناديق التحوط أو الاحتماء بعض الإجراءات لحماية رأس المال من التقلب غير المتوقع الناتج عن التغيير المفاجئ في أسعار الأدوات المالية المكونة للصندوق، وبخاصة الأسهم والسلع المختلفة.

¹ سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص 109.

² نافذ المرش، صناديق الاستثمار المبنية على أساس المشاركة، مقال على موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، <http://Islamic-finance.net/bank.html> : date de consultation: 22/11/2010.

³ Hassan Kabir, Lewis Mervyn, Handbook of Islamic Finance, Edward Elgar, Northampton, United States of America, 2007, p 260 .

وتسمى أيضا الصناديق المتعددة الأساليب أو الاستراتيجية، وذلك لتتبعها عددا من الآليات والأساليب لحماية رأس مال الصندوق، ومنها الدخول في ما يلي:¹

عمليات البيع القصير والطويل الأجل، إذ يحتفظ مدير الصندوق على المدى الطويل في استثماره على الأدوات المالية الراسخة والقوية مثل أسهم بعض الشركات الكبرى، للحصول على الربح أو الحصول على الزيادات الرأسمالية. أما البيع القصير فيقوم مدير الصندوق أو المستثمر باقتراض أسهم من السمسار، يتوقع انخفاضها على المدى القصير ثم يقوم السمسار ببيعها لصالح المستثمر وقبض الثمن، نيابة عن المستثمر والاحتفاظ بالمبلغ كرهن ضمان إعادة تلك الأسهم، ويقوم السمسار خلال الفترة بإيداعها في المصرف ويستفيد من احتجاز المبلغ، إلى أن يمكن مدير الصندوق من شراء الأسهم التي اقترضها بسعر أقل وإعادتها مرة أخرى للسمسار. وتعتمد هذه العملية على التوقعات المستقبلية التي هي أقرب للمقامرة، إذ يقامر المستثمر أو مدير الصندوق على صعود أو هبوط سعر سهم معين، ويلاحظ أن الغرض من هذه العملية هو المصافقة، وليس المتاجرة بالأسهم وامتلاكها، وكثيرا ما يتلاعب المستثمرين الكبار بتوقعات المستثمرين الصغار من خلال إطلاق الشائعات والتلاعب بالكميات أو بالأسعار، وبناء على ما سبق فحكم البيع القصير أو البيع على المكشوف كما يسمى غير جائز باعتبار أنه من القمار.

كما تعتمد صناديق التحوط على المتاجرة بالخيارات بأنواعها، والخيار مشتق من الاختيار، وهو طلب خير الأمرين، مما يعني أن لأحد العاقدين أو لكليهما الحق في توقيع العقد أو فسخه، وحكمته في ذلك الوصول إلى كامل الرضا لأن العقود مبنها رضا المتعاقدين، لقوله تعالى: «إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ» (النساء الآية 29)، ويختلف الخيار الذي يتعامل به المستثمرون في أسواق المال عن خيار البيع المتعارف عليه في الشريعة الإسلامية، حيث أن العقد الحالي عقد مستقل عن عقد البيع له ثمنه وعاقده وصيغته، فالصيغة تتضمن انفصال عقد بيع الأسهم عن الخيار، فيكون للخيار ثمن وللأسهم ثمن آخر، أما خيار البيع في الشريعة الإسلامية فتابع للعقد وليس له وجود منفصل عنه، كما يختلف الخيار عن بيع العربون، حيث أن العربون المدفوع هو جزء من الثمن، بينما سعر الخيار سعر لحق بيع أو شراء السلعة، والهدف من الخيار هو تقليل المخاطرة قدر الإمكان، من خلال دفع مبلغ معين لضمان سعر بيع أو شراء السلعة في المستقبل، فيكون الخيار بذلك نوعا من التأمين غير الجائز لاشتماله على صفة القمار أو الميسر.

كما تستثمر صناديق التحوط في المستقبلات وهي التي تتضمن بيع سلعة أو ورقة مالية، بحيث يكون القبض في تاريخ لاحق، وتشبه المستقبلات عقد السلم، ولكنها تختلف عنه بكون عقد السلم عقدا على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض في المجلس، أي يجب تسليم المشتري مبلغ الأسهم أو السلعة للبائع،

¹ محمد علي القري، الأسواق المالية، دار حافظ، جدة، السعودية، 1995، ص 69-99

على أن يتم التسليم لاحقاً، أما في المستقبليات فتبادل السلعة ورأس المال مؤجل، كما أن السلم يكون في سلعة موصوفة في الذمة وليس في سلعة محددة، بينما تعمل المستقبليات في الأسهم على تعيين سهم شركة بعينها.

وبناء على ما تقدم، فإن صناديق التحوط الحالية تخالف تعاليم الشريعة الإسلامية، من حيث أسلوب الاستثمار لأنها تستخدم أسلوب البيع القصير والطويل الأجل، كما تخالف الشريعة الإسلامية من حيث المكونات باعتبارها تستثمر في الخيارات* والمستقبليات بصفاتها الحالية والتي تشتمل على مخالفات شرعية¹.

المطلب الثالث: أهمية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية في متابعة ومراجعة وفحص وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك طبقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي إلى الأفضل.

الفرع الأول: تعريف الرقابة الشرعية

تعددت تعاريف الباحثين المعاصرين لمفهوم الرقابة الشرعية ومنها:

التعريف الأول: تعرف الرقابة الشرعية بأنها متابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي يقوم بها الأفراد، والجماعات والمؤسسات والوحدات وغيرها، للتأكد من أنها تتم وفقاً للأحكام والضوابط الشرعية الإسلامية، وذلك باستخدام الأساليب والوسائل الملائمة المشروعة وبيان الأخطاء والمخالفات وتصويبها فوراً، وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية متضمنة الملاحظات والنصائح والإرشادات، وسبل التطوير إلى الأفضل².

* حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي فإن "عقود الخيارات كما تجرى اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز بيعه فإنه غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز فلا يجوز تداولها" (أنظر: القرار رقم 07/01/63، مجمع الفقه الإسلامي بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة، جدة، ماي 1992).

¹ خالد بن علي ثويني النتيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص 170.

² عبد المجيد محمود الصلاحين، هيئات الفتوى والرقابة الشرعية ودورها في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات - آفاق وتحديات، الإمارات، 2007، ص 13.

التعريف الثاني: هي وضع ضوابط شرعية مستمدة من الأدلة الشرعية، ثم متابعة تنفيذها للتأكد من صحة التنفيذ. فالرقابة الشرعية بهذا المفهوم أوسع من مفهوم التدقيق (المراجعة) الشرعية، بل هي تشمل أمرين: الإفتاء والتدقيق¹.

ويشرف على الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية هيئة تسمى: "هيئة الرقابة الشرعية" وهي جهاز يضم عدداً من الفقهاء المتخصصين في المعاملات المالية يضع الضوابط الشرعية المستمدة من الأدلة الشرعية، وتكون هذه الضوابط ملزمة للمؤسسة، ويتابع تنفيذها للتأكد من سلامة التنفيذ.

الفرع الثاني: مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

تشمل الرقابة الشرعية تقديم تقارير دورية خلال الفترة المالية، وكذلك تقريراً سنوياً يرفق بالقوائم المالية يعتبر شهادة وحكماً ورأياً من طبيعة خاصة يُقرّ فيه المراقب الشرعي، أو هيئة الرقابة الشرعية عن ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وبيان الملاحظات إن وجدت. ويتولى الرقابة الشرعية في صناديق الاستثمار الإسلامية (باعتبارها شخصية معنوية مستقلة) هيئة الرقابة والتي تعين بمعرفة الجمعية العامة للمساهمين في الصندوق ووفقاً لضوابط شرعية وقانونية ولائحية معينة لا تختلف عن تلك المطبقة في المصارف الإسلامية².

تخضع كافة معاملات وعمليات الصناديق للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي³:

أولاً: الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات (الصكوك) الاستثمارية والتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنها لا تتضمن أي بنود غير جائزة شرعاً، ويجب على هيئة الرقابة القيام بالعملية قبل الإصدار لمراجعة شروطه.

ثانياً: التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة شرعاً، وكذلك عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة، والتأكد من أنها تتم وفقاً لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.

ثالثاً: التدقيق الشرعي على عمليات التقييم الدوري لقيمة الوحدات الاستثمارية، والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

رابعاً: التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقاً للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة.

¹ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الرقابة الشرعية على المصارف، ضوابطها وأحكامها، ودورها في ضبط عمل المصارف، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر لجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات، 2008، ص2.

² حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص17.

³ محمد براق، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص12.

خامساً: التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح أو خسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة.

سادساً: التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث، وإن وجد فقد جُنِبَ في حساب مستقل تمهيداً للتخلص منه حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن.

سابعاً: التأكد من شرعية النفقات، والتأكد من أنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.

ثامناً: التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الإستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأنها لا تتضمن أي أمر يخالف شرع الله.

تاسعاً: الاطمئنان من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكيات الإسلامية.

الفرع الثالث: مرجعية الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

يعتمد المراقب الشرعي لصناديق الاستثمار الإسلامية على فقه المعاملات بصفة عامة وفقه المضاربة والوكالة والجمالة بصفة خاصة، كما يعتمد على الفتاوى والقرارات والتوصيات الصادرة عن مجامع وهيئات ومجالس الفقه الإسلامي بشأن التمويل والاستثمار الإسلامي¹.

ومن أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن يدققها المراقب الشرعي في هذا الشأن ما يلي:²
أولاً: شرعية الوحدات (الصكوك) الاستثمارية المشاركة في الربح والخسارة وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم والكسب بالخسارة والتي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية.

ثانياً: شرعية التعامل في الأسهم العادية إذا كانت لشركات تتعامل فيما أحله الله وفي مجال الطيبات.

ثالثاً: شرعية التعامل في الصكوك الاستثمارية إذا كانت لشركات أو مؤسسات أو هيئات تتعامل فيما أحله الله وفي مجال الطيبات ووفقاً لمبدأ الغنم بالغرم والكسب بالخسارة.

رابعاً: شرعية تداول الوحدات (الصكوك) الاستثمارية التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية، بيعاً وشراءً، حيث أجاز الفقهاء بيع المشاع بضوابط شرعية منها: إذا كانت نسبة المباع إلى الإجمالي معلومة وكذلك الثمن معلوماً.

¹ حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لنفيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص18.

² محمد براق، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص12.

خامساً: شرعية صكوك الاستثمار المشاركة في الربح والخسارة.
سادساً: عدم شرعية السندات وأذون (صكوك) الخزنة ذات الفائدة المحددة مقدماً زمنياً ومقداراً.
سابعاً: عدم شرعية صكوك التمويل المضمونة حتى ولو كان العائد متغيراً.
ثامناً: عدم شرعية أسهم الشركات التي تتعامل في الحرام وأسهم الامتياز في الأولوية في الحصول على الأرباح أو استرداد القيمة.
تاسعاً: عدم مشروعية بعض صيغ التداول ومنها على سبيل المثال ما يلي:

- البيوع الصورية؛
 - البيوع التي تتضمن غرراً وجهالة وتديساً؛
 - البيع على المكشوف؛
 - بيوع الاختيارات؛
 - اتفاقيات التلاعب في الأسعار؛
 - الشراء بغرض الاحتكار؛
 - ضمان رأس المال أو نسبة معينة من الربح.
- ويجب أن يوجد في كل صندوق استثمار إسلامي دليل شرعي يحكم معاملاته يعتبر بمثابة المرجعية التي يرجع إليها كافة العاملين به، كما يجب أن يوجد مراقب شرعي دائم يمارس الرقابة الشرعية في مراحلها المختلفة وهي :

- الرقابة الشرعية السابقة قبل اتخاذ القرار.
- الرقابة الشرعية المترامنة مع الأداء التنفيذي.
- الرقابة الشرعية اللاحقة بعد الأداء التنفيذي.

ومن الضروري أن يكون المراقب الشرعي على علم دائم ومستمر بالفتاوى الشرعية الجديدة التي تصدر بشأن المعاملات المعاصرة للصناديق.

الفرع الرابع: الإجراءات التنفيذية للرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

ليست مهمة هيئة الرقابة الشرعية والمراقب الشرعي هو الإجابة على الاستفسارات التي توجه إليه عن الحكم الشرعي للمعاملات فقط، بل يجب أن يمارس عملية التدقيق الشرعي في مواقع عمل الصناديق، حتى ولو اضطر إلى السفر بعيداً ليتحقق من صحة بعض المعاملات الدولية. ويجب أن يكون عمل المراقب الشرعي هادفاً ومخططاً ومنظماً، ويتم وفق سلسلة من الإجراءات التنفيذية على النحو الآتي:¹

محمد براق، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص15.

أولاً: تحديد الأهداف المختلفة من عمليات الرقابة الشرعية حسب موضوع أو مجال العمل، وذلك في إطار الهدف العام.

ثانياً: وضع خطة للرقابة الشرعية تتضمن النطاق والموضوعات والفترة الزمنية التي تغطيها عملية الرقابة وكذا نسبة العينة ونوع الرقابة ونحو ذلك مما يجب أن تتضمنه تلك الخطة.

ثالثاً: وضع برامج الرقابة الشرعية في ضوء الخطة السابقة التي تتضمن: مراحل التدقيق، وأدلة الإثبات وحجم العينة، والملاحظات التي تظهر خلال التدقيق.

رابعاً: تنفيذ عمليات الرقابة الشرعية وفق الأهداف والخطط والبرامج وإثبات المخالفات والملاحظات وتحليل أسبابها.

خامساً: مناقشة الملاحظات مع الجهات المعنية وتسوية ما يمكن تسويته منها.

سادساً: إعداد التقارير اللازمة التي تتضمن الملاحظات التي مازالت قائمة، كما تتضمن التوصيات الواجب الأخذ بها لتطوير الالتزام الشرعي إلى الأفضل.

سابعاً: متابعة التقارير للاطمئنان من تسوية الملاحظات والأخذ بالتوصيات.

وهكذا تدور دورة إجراءات الرقابة الشرعية، والتي تنتهي في نهاية السنة المالية بالتقرير الختامي الذي ينشر مع القوائم المالية ويقدم إلى الجمعية العامة للمساهمين.

المطلب الرابع: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية ومخاطرها

تتمتع الصناديق الإسلامية بمجموعة من المزايا المستنبطة عموماً من الضوابط على أساليب الاستثمار الإسلامي، إلا أن هذه الصناديق لا تخلو من المخاطر.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بالعديد من المزايا والتي تتمثل في ما يلي:¹

أولاً: تحمل أرباب الأموال لمخاطر العمل الاستثماري مباشرة

لاشك أن صناديق الاستثمار إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي لتضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغبتهم عن توسط المصارف في تحمل هذه المخاطر، وقد كان للبنوك الإسلامية قصب السبق وفضل الريادة في توطيد هذا الاتجاه، ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي يعتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطوراً في الوساطة المالية، فعقد المضاربة الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية لا يجعل المصرف مقترضاً من أرباب الأموال، كما أنه لا يولد

¹ محمد علي القرني، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 414-415.

علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله بل يجعل المصرف في متلة مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات من الربح والمخاطرة، ولا يتحمل المصرف المخاطر المصرفية نيابة عن أرباب الأموال، فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها، فمن الجلي إذن أن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها، هو نفس المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة.

ثانيا: سهولة إنشائها

إذا كان إنشاء بنك إسلامي في بلد ما يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجودا، أو إصدار قانون خاص، إلا أن إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان خاصة أن هذه القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من صناديق الاستثمار هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، ولما كان الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية هو رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية، فإن إنشائها يعد أمرا حسنا وإنجازا لا يستهان به، ومن هنا كانت صناديق الاستثمار الإسلامية بالغة الأهمية في مرحلة التطور التي تمر بها الدول الإسلامية.

ثالثا: رفع بلوى الربا

إذا تم النظر إلى القطاعات المصرفية في الدول الإسلامية لوجد أنها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة، ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية يجب أن يأخذ في اعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف من البنوك القائمة التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين دور مباشر بهذا المشروع فإن فرص نجاحه تكون قليلة، ولا شك أن لصناديق الاستثمار أهمية بالغة في رفع بلوى الربا حيث أنها تمثل أول تذوق من البنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري يختبر من خلاله حقيقة مؤداها أن المسلمين دائما يفضلون الحلال على الحرام، ويعترف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعيا ومن ثم تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في رفع بلوى الربا.

رابعا: منع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق

تتميز صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي بأن الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق والذي يتخوف منه كثير من المدخرين لا يقع فيها، لأن الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة تماما عن البنك، والقوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن

البنك ولا حدود لنموها وحجمها وهي بخلاف النوافذ في البنوك التقليدية لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين¹.

خامسا: تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين

من أهم مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية أنها يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفئاض إلى دول العجز وأن تكون توطئة لقيام البنوك الإسلامية وتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين.

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تتشترك صناديق الاستثمار الإسلامية مع المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار التقليدية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بصيغ الاستثمار الإسلامي المطبقة من طرف الصندوق وكذا مخاطر الرقابة الشرعية المتمثلة في عدم تبلور مفهوم الرقابة الشرعية في ذهن إدارة الصندوق الإسلامي.

أولاً: مخاطر صيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق

يمكن تلخيص المخاطر المرتبطة بصيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق في ما يلي:²

- 1- **مخاطر عقد المراجعة:** يمكن إيجاز أهم مخاطر المراجعة في النقاط الآتية:
 - تأجيل السداد عمدا لعدم وجود عقوبات تأخير أو عدم التسديد لإفلاس وإعسار المستثمر.
 - مخاطر رفض السلعة لوجود عيب فيها.
 - مخاطر تعرض السلعة للتلف وهي ما تزال ملكا للصندوق.
- 2- **مخاطر عقد السلم:** يمكن حصر أهم مخاطر السلم في ما يلي:
 - عدم تغطية العائد من السلم للتكلفة.
 - مخاطر الاحتفاظ بالسلعة عند تسليمها قبل الوقت المتفق عليه والصندوق ملزم بالاستلام، وهنا يتحمل الصندوق المخاطر المترتبة على ذلك (تكلفة التخزين، التأمين، التلف..).
- 3- **مخاطر عقد الاستصناع:** ومن أهم مخاطر الاستصناع ما يلي:
 - تقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد الاستصناع.

¹ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سبق ذكره، ص122.

² محمد فرحي، فاطمة بن ناصر، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بحميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص5-6 بتصرف.

- تأخر الصانع في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق مستصنعا.
- تأخر المقاول أو المنتج في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق صناعا.
- تلف البضاعة تحت يد الصندوق قبل تسليمها للمستصنع.

4- مخاطر متعلقة بالمضاربة والمشاركة: من أهم مخاطر صيغ المضاربة والمشاركة ما يلي:

- المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب الصندوق من الأرباح أو التأخير في دفعها.
- المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة.
- المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد المضارب.
- المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة أو كون الربح الفعلي أقل من المتوقع.

5- مخاطر متعلقة بعقد الإجارة

- يتحمل الصندوق المؤجر عند شراء العين لتأجيرها كل الأعباء، ومنها ضمان العين المملوكة، تكلفة الصيانة، وتحمل مخاطر تقادم الأصل تكنولوجياً.

ثانياً: مخاطر الرقابة الشرعية على الصندوق

تتمثل مخاطر الرقابة الشرعية على الصندوق فيما يلي:¹

- 1- قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات المالية الإسلامية والمسائل الاقتصادية الحديثة، مما يؤدي إلى عدم تصور واضح لهذه المسائل ومن ثم صعوبة الوصول للحكم الشرعي الصحيح فيها، وكذلك التطور السريع والكبير في المعاملات الاقتصادية وصعوبة متابعتها بالفتوى وبيان الحكم الشرعي.
- 2- عدم الاستجابة السريعة لقرارات الهيئة من قبل إدارة الصندوق، وهذا الأمر سيؤدي إلى استمرار وجود المخالفات الشرعية والاعتقاد عليها من قبل الموظفين ويقود في نهاية الأمر إلى رقابة شرعية صورية لا معنى لها.
- 3- الضغوط التي تمارسها إدارة الصندوق على الهيئة لإباحة بعض التصرفات وقد تعتمد الإدارة على عدم إمام الهيئة الكامل بدقائق المعاملات اليومية للصندوق.
- 4- ضيق اختصاصات الهيئة، فيقتصر دورها في أغلب الأحيان على صورة سؤال وجواب، ثم لا تقوم بتقويم الأخطاء، وتقديم البديل الشرعي، وتصبح بذلك واجهة شرعية تكمل بقية الواجهات لإضفاء الصيغة الشرعية على الصندوق ودعاية أمام جمهور المسلمين.

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 126-127.

المبحث الرابع: الهندسة المالية الإسلامية ودورها في دعم عمل صناديق الاستثمار الإسلامية

سجل القرن العشرين ميلاد مفهوم جديد في الممارسة المالية وهو مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، التي ارتبطت في نشأتها بظهور المعاملات المالية الإسلامية بهدف توفير منتجات مالية إسلامية تساعد المؤسسات المالية الإسلامية وكذا صناديق الاستثمار الإسلامية على الاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية.

المطلب الأول: مدخل إلى الهندسة المالية الإسلامية

تؤدي الهندسة المالية الإسلامية دوراً مهماً في دعم تواجد المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة قدرتها التنافسية، في ظل ما تم تطويره وابتكاره من منتجات مالية إسلامية متنوعة قادرة على تلبية الاحتياجات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

ارتبط ظهور الهندسة المالية الإسلامية بحاجة المؤسسات المالية من بنوك، شركات التأمين، وصناديق الاستثمار إلى ابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة، وكذا آليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل من أجل الاستفادة من التغيرات المستمرة في أسواق المال المحلية والعالمية.

أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

اقتربت معظم التعاريف الموجهة للهندسة المالية الإسلامية في مضمونها بتعاريف الهندسة المالية التقليدية ومعظمها تعاريف مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، لهذا يختلف تعريف هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه. وتعرف الهندسة المالية بأنها "توليد أوراق مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتحدد لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"¹

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص23.

كما تعرف الهندسة المالية بإجمال مفهوم الصناعة المالية على أنها "تصميم، تطوير، والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول للمشاكل المالية والاقتصادية، وذلك من خلال توليد عمليات وأدوات مالية مستحدثة، ومحاولة تطويع أدوات وأفكار قديمة خدمة لمختلف المشاريع الاستثمارية"¹.

انطلاقاً من تعاريف الهندسة المالية المشار إليها سابقاً، فإنه يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ، لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"².

وتتضمن الهندسة المالية الإسلامية العناصر الآتية:³

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصادقية الشرعية.

ثانياً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بعدة خصائص تميزها عن الهندسة المالية التقليدية منها ما يلي:

1- المصادقية الشرعية

المقصود بها أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان.⁴

2- الكفاءة الاقتصادية

¹ صليحة عماري، آسيا سعدان، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص 05.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان، ص 14.

³ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي، مجلد 20، العدد 2، 2007، ص 19.

⁴ سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في النهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004، ص 17.

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصدقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية. ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة و السمسرة¹.

كما توجد خصائص أخرى تميز الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية، والتي يمكن حصرها فيما يلي:²

- تعتمد الهندسة المالية الإسلامية بالأساس على إيجاد بدائل للمنتجات المالية التقليدية المتداولة، تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتبتعد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة.

- أدوات الهندسة المالية الإسلامية هي عبارة عن منتجات مالية بسيطة غير معقدة أو مركبة وذلك راجع إلى محدودية عددها بالسوق وكذلك تقيدها بمعايير الشريعة الإسلامية.

- يعتبر التنوع المتوفر في منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً، كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية التي تقوم على عقد واحد هو عقد القرض في حين أن كل أداة من الأدوات الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى سواء كان ذلك من حيث المخاطر أو الضمانات أو التسعير.

- أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو ما يعتبر أساس الهندسة المالية التقليدية.

- تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار لأنها أقل مخاطرة. بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار. بمعنى أنها تدور جميعها حول إدارة المخاطر.

ثالثاً: أسس الهندسة المالية الإسلامية

¹ بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2007، ص6.

² صليحة عماري، آسيا سعدان، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، مرجع سبق ذكره، ص10.

يمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي صلى الله عليه وسلم «من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص من أوزارهم شيئاً»، ويستدل من الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد¹.

1- تحريم الربا بأنواعه

الربا هو زيادة أصل المال من غير بيع، وهو محرم بالكتاب والسنة والإجماع.

2- حرية التعاقد

المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، وحرمة ما كان يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمه في الشرع الإسلامي. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها².

3- التيسير ورفع الحرج

والمراد من التيسير التسهيل بحيث تكون الأحكام الشرعية في مقدور المكلف، بمعنى أن يقوم بها من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا صار العبد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة على النحو المعتاد، فإن الله سبحانه وتعالى يرحم له في أدائها حسب استطاعته وفي هذا رفع للحرج عن العباد، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم "المشقة تجب التيسير"، وكلمة المشقة المقصودة هي تلك التي لا تكون معتادة للفرد، وتخرج عن حدود استطاعته فتكون سبباً في جلب التيسير من الشارع الحكيم³.

4- الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسلّة)

¹ عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة الشلف، 2008، ص117.

² بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص7.

³ عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص120.

والاستحسان هو باب لحرية التعاقد، ويروى عن الإمام مالك أنه قال: "الاستحسان تسعة أعشار العلم"، والاستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبتته، بل يرجع فيه إلى الأصل العام، وهو جريان المصالح التي يقرها الشرع، وقال البعض الاستحسان هو أن يعدل المجتهد عن أن يحكم في المسألة بمثل ما حَكَمَ به في نظائرها، إلى غيره، وذلك لدليل أقوى يقتضي العدول عن الدليل الأول المُثَبِّت لحكم هذه النظائر. أما المصالح المرسلة والتي يسميها بعض الأصوليين الاستصلاح، وهو صنو الاستحسان، وقريب منه في مرماه وإن كان هو أوسع شمولاً. وعنى المصالح المرسلة أو الاستحسان الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو اعتبارها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار:

- أن الأخذ بمبدأ المصالح ولو لم يشهد لها دليل خاص من الشارع يفتح باب الهوى والشهوة، فيكون كل ما يشتهيهِ الشخص ويرغبه مصلحة يبني عليها حكم شرعي بالإباحة والإقرار، وذلك يؤدي إلى المفسد والبوار.

- أن المصالح المرسلة تختلف باختلاف البلدان وباختلاف الأقاليم، وباختلاف الأشخاص، بل باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا كانت كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة الإسلامية وتتضارب، فيكون مرة حلال ومرة حراماً، وذلك لا يجوز في الشرع.

- أم المصلحة المرسلة التي تناط بها أحكام الشريعة الإسلامية هي المصلحة التي فيها المحافظة على مقصود الشارع.¹

5- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة

الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة. والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأنه صلى الله عليه وسلم نهى عن بيعتين في بيعة والبيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا تضمنت بيعتين علم أنها بين طرفين. فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي. وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة الحكم تابع لحكم البيعة الثالثة. فإذا كانت (أي البيعة الثالثة) ممنوعة شرعاً كانت البيعتان كذلك، وإن كانت البيعة الثالثة مقبولةً شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة. وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة

¹ بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 8-9.

هي أهم أسس الهندسة المالية الإسلامية. وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.¹

الفرع الثاني: أبعاد الهندسة المالية الإسلامية ومناهج تطوير منتجاتها

المقصود بأبعاد الهندسة المالية الإسلامية التعرف على بعض الجوانب المهمة المتعلقة بالحاجة إلى ابتكار وتطوير حلول مالية إسلامية، وبالتالي تبيان الأهداف التي تسعى الهندسة المالية الإسلامية لتحقيقها، تأكيداً بذلك على أهمية وجود وتبني هذه الصناعة من طرف المؤسسات المالية الإسلامية من الناحيتين العلمية والعملية، ووصولاً إلى المتطلبات اللازمة لتجسيدها على أرض الواقع بالصورة السليمة والصحيحة.

أولاً: الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

تنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية وفقاً لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية، أو لدرء المخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي بذلك تعتبر من أدوات التحوط المالي.²

وتنشأ الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب أهمها:³

1- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية

فقواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت معدودة لكنها منضبطة ومحددة. وعليه فإن قبول التعاملات التي تلي احتياجات الناس بصورة كفؤة اقتصادياً يظل مرهوناً بعدم منافاته لهذه القواعد. واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيراً، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية. والجمع بين هذين يتطلب قدراً من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود. فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

2- تطور التعاملات المالية

¹ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 9.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية-مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 10 - 11.

يعد تطور التعاملات المالية في العصر الحاضر، وتزايد عوامل المخاطرة واللايقين وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

3- منافسة المؤسسات التقليدية

وجود المؤسسات الرأسمالية ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية. ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا تبرز الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.

ثانيا: مناهج لتطوير المنتجات المالية الإسلامية

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعا للطرق الممكنة استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة، لكنها في الغالب لا تخرج عن إحدى المقاربتين التاليتين:

1- منهج المحاكاة

والذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الصناعة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي. وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات، حيث تثير الكثير من الجدل، فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية.¹

¹ عبد الكريم قندوز، أحمد مدانسي، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النموذج المصري الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص14.

وعلى الرغم مما تحقّقه هذه الإستراتيجية من سهولة في التنفيذ وسرعة في تطوير المنتجات الإسلامية، إذ لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، فهي تقوم على متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع. إلا أن لها سلبيات كثيرة منها:¹

- أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، بل وتصبح تلك الضوابط عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية، ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، لتكون المنتجات الإسلامية المقيدة أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

- المنتجات المالية التقليدية تناسب الهندسة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها، و بالتالي فإن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية، بحيث تصبح الهندسة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الهندسة المالية التقليدية.

- أي منتج للهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة، فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، يجر الهندسة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعلها مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية، وبذلك فإن كل الأمراض والمشكلات التي تعاني منها هذه الأخيرة ستنتقل بدورها إلى الهندسة المالية الإسلامية. فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم، يصبح للأسف مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات.

وما سبق لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الهندسة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها، ولكن يجب التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

2- منهج الأصالة والابتكار

ويستهدف هذا المنهج بالأساس تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشرع

¹ محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية - الواقع والتحديات ومناهج التطوير، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، بجامعة غرداية، الجزائر، 22-23 فيفري 2011، ص24.

الإسلامي، أي إيجاد صناعة هندسة مالية إسلامية. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية. ولا شك أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية حيث غالباً ما تكون التكلفة مرتفعة في بداية التطبيق، ثم بعد ذلك تنخفض، هذا من جهة. ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.¹

المطلب الثاني: منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار وطرح عدة بدائل للأدوات المالية التقليدية تكون ذات صيغة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يساعد على إثراء السوق المالية الإسلامية بمزيد من الأدوات المالية. ومن أهم هذه المنتجات التي ساهمت في دعم عمل صناديق الاستثمار الإسلامية المؤشرات الإسلامية بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية بأنواعها.

الفرع الأول: المؤشرات المالية الإسلامية

تعتبر مؤشرات صناديق الاستثمار من المؤشرات الحديثة والأكثر أهمية لهذا النوع من المستحدثات في سوق الأوراق المالية، ونظراً لأهمية هذه المؤشرات قامت الهندسة المالية الإسلامية بإيجاد مؤشرات إسلامية بديلة عن المؤشرات التقليدية ومن أهمها ما يلي:²

1- مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية: في 9 فبراير من عام 1999 أعلن في المنامة عن إطلاق مؤشر داو جونز للسوق المالي الإسلامي*، وقد تكون المؤشر من 600 شركة عالمية تستجيب للشريعة الإسلامية واستخدم في 30 دولة حول العالم.

¹ محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، بجامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011، ص16.

² أسامة علي فقير الربابعة، المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية - دراسة وتحليل، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية الواقع بالمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص05.

* تبدو أهمية هذا المؤشر الإسلامي وغيره من المؤشرات المالية الإسلامية في أنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق المال الإسلامية؛ فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات فينانشيال تايمز، وستاندارد آند بورز، وداو جونز، وغيرها من المؤشرات، لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، وبالتالي يتسبب هذا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي؛ لذلك فاستخدام هذا المؤشر المالي الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتماشى مع مبادئ الشريعة. كما يؤدي وجود المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج؛ ليطم استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.

2- مؤشر بورصة فايننشال تايمز الإسلامية العالمية: صممت بورصة فايننشال تايمز البريطانية مؤشرها الإسلامي العالمي في 13 يوليو من عام 2000، لتتبع أداء شركاتها القائدة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية العالمية.

3- معيار مؤشر سوق دبي المالي: وهو معيار تملك وتداول الأسهم، الذي أصدرته الأمانة العامة لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية في الإمارات.

وبصفة عامة يمكن تلخيص أهمية استخدام المؤشرات بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية في

ما يلي:¹

- تعرف المستثمرين والخبراء بالحركة الكلية لسوق الأوراق المالية بجميع أنواعها، فالمؤشر يعبر عن واقع البورصة صعودا وهبوطا، مما يساعد مدير محافظ صناديق الاستثمار على قياس التوقعات الخاصة بكل نوع من الأوراق، واتخاذ قرار البيع والشراء في الوقت المناسب، وتسهيل اتخاذ قرار الاستثمار الكفء.

- مد المستثمرين بقاعدة عريضة عن المعلومات الأساسية عن السوق تشكل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم، وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير استثماراتهم، واتخاذ قرار بالاستمرار معه أم لا.

- يمكن استخدام مؤشرات الأسواق المالية لمعرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات، من خلال عمليات المقارنة من خلال سلاسل زمنية، ويمكن كذلك للمؤسسات من تحديد طبيعة العمليات التي يجب أن تتغير.

- يساعد استخدام المؤشرات على تقييم أداء الأوراق المالية صعودا وهبوطا، ومن هنا يجب أن يكون المؤشر واقعا، ويعبر عن واقع التغيرات الفورية الحادثة في سوق الأوراق المالية، وهذا يساهم بالتالي في عملية التقييم الاقتصادي لأصول الشركات.

- المؤشر الواقعي المبسط يساعد المستثمرين على تغطية مخاطر استثماراتهم إذ يلخص الأداء المتكامل للبورصة، مما يساعد على القيام بعمليات التحوط من مخاطر تقلبات السوق بالنسبة للأوراق المالية وحمايتها.

الفرع الثاني: صكوك الاستثمار

يقوم الأساس الشرعي الذي تبنى عليه الأدوات الاستثمارية الإسلامية على عنصر أساسي يتمثل في التقاء عنصر رأس المال مع العمل المنتج من أجل الربح. وهذا هو الأساس الذي قامت عليه صكوك الاستثمار الإسلامية. وحتى يتسنى لهذه الأدوات الاستثمارية أن يتحقق لها النجاح، فلا بد من وجود سوق ثانوي لها، يحقق إمكانية تحويلها إلى نقد عند حاجة حاملي هذه الأدوات إلى نقودهم التي استثمروها في

¹ موقع مركز المعرفة الخاص بصناديق الاستثمار، أهمية استخدام مؤشرات البورصة في إدارة صناديق الاستثمار، <http://www.sundoog.com/>

هذه الأدوات. ولما كان المستثمر في هذه الأدوات، يعتبر مالكا لحصة من موجودات المشروع الذي تم تمويله من حصيلة هذه الأدوات، فإن هذه الحصة، يمكن أن تكون قابلة للبيع والشراء في سوق إسلامي منظم¹.

أولاً: تعريف صكوك الاستثمار

نظراً لأهمية السندات كأداة مالية تمويلية في الأسواق، فقد قام بعض العلماء والفقهاء المعاصرين بتطوير فكرة الصكوك كبديل عملي للسندات القائمة على الفائدة.

وتعرف الصكوك بأنها "شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدامها حصيلتها بالاكْتتاب فيها، ويشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً. ولا تمثل الصكوك ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية"².

ومن هذا التعريف يتضح الآتي:³

- الصك أداة ملكية لجمع الأموال من المستثمرين ويمثل ملكية صاحبه الموثقة والشائعة في موجودات المشروع.
- تأسيساً على أن الصك أداة ملكية لذلك فإن لأصحابه الحق في الأرباح (إن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية المنشئة له.
- قابلية الصك على التداول في البورصة، وهذه تمثل ميزة مفيدة جداً للمؤسسات المالية.

ثانياً: أهمية الصكوك

تكمن أهمية الصكوك في أنها تعد من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتفقة مع الشريعة الإسلامية، والتي يقصد منها تنمية الاقتصاد الإسلامي من ناحية، وتحقيق أرباح كبيرة من ناحية أخرى. فمعلوم أن الهيكل المؤسسي لقطاع التمويل في المشاريع الاقتصادية داخل الدولة يتكون من ثلاثة مكونات رئيسية هي: البنوك والمؤسسات المالية وأسواق النقد والمال، والأدوات المالية والنقدية والتي منها الصكوك،

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص21.

² معبد علي الجارحي، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، ورقة بحثية مقدمة ضمن ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز في جده، السعودية، في 24-26/05-2010 ص6.

³ عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص126.

وسلطات الإشراف والرقابة. وفي الوقت الذي ساد فيه النظام الربوي في العالم اتخذ السندات كإحدى أهم الأدوات المالية والنقدية في التمويل الاقتصادي، تجلت أهمية الصكوك كبديل عن هذه السندات يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في تمويل المشاريع الضخمة، فهي أداة مالية ظهرت على أيدي علماء التمويل الإسلامي، والغرض من ورائها هو جمع الأموال الكبيرة من أجل الاستثمار وتحقيق الأرباح.¹

ثالثاً: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

يمكن توضيح الخصائص العامة للصكوك الإسلامية علي الوجه الآتي:²

- 1- الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكةا بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكةا في الموجودات الصادرة بموجبها.
- 2- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- 3- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في موجودات قائمة أو يتعين إيجادها أو منافع ولا تمثل ديناً على مصدرها.
- 4- الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح إن وجدت.
- 5- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- 6- الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعادة يتم تحديدها مسبقاً.

رابعاً: أنواع صكوك الاستثمار

تعدد أنواع صكوك الاستثمار* وفي ما يلي يتم تناول أهم الأنواع الموجودة:

1- صكوك المقارضة أو المضاربة

هي مأخوذة من قراض والقراض هو العقد المعروف بالمضاربة، وهي أداة استثمارية تقوم بتجزئة رأس مال القراض (المضارب) وذلك بإصدار صكوك الملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول

¹ عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 26-24 ماي 2010، ص3.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، جويلية 2008، ص17.

* تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبارها مختلفة، فباعتبار الجهة المصدرة هناك صكوك سيادية تصدرها حكومات، وصكوك عادية تصدرها شركات ومؤسسات، كما أن بعض أنواع الصكوك تنفرع إلى أنواع ومسميات أخرى عديدة، لذلك فمن الصعب حصر أنواع الصكوك في عدد معين.

إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه. ويفضل مجمع الفقه الإسلامي تسمية هذه الأداة الاستثمارية "صكوك المقارضة" بدلا من سندات المضاربة أو المقارضة¹.

وصكوك المقارضة نوعان هما:²

1-1- صكوك المقارضة المشتركة: وهي أحد أشكال الودائع الاستثمارية، وهي عبارة عن وثائق موحدة القيمة وصادرة عن البنك بأسماء من يكتبون بها، مقابل قيامهم بدفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المحققة سنويا، وحسب شروط خاصة بكل إصدار على حدة، وتكون عادة نسبة من مجموع أرباح الاستثمار الصافية لكل سنة مالية تالية للسنة المالية التي تطرح فيها هذه الصكوك للاكتتاب.

1-2- صكوك المقارضة المخصصة: تختلف عن صكوك المقارضة المشتركة في كونها مرتبطة بمشروع محدد أو غرض معين. ويتم تصنيفها تدريجيا على حسب نتائج المشروع، أو المشاريع الممولة من حصيلة الإصدار المعين في كل حالة على حدة، ويحدد لها حصة من إيرادات المشروع الصافية المستثمرة فيه من قبل مجلس إدارة البنك، ويفتح حساب دخل خاص للمشروع الممول من حصيلة هذه الصكوك، يكون مستقلا عن سائر إيرادات البنك الأخرى.

ولقد حدد مجمع الفقه الإسلامي ما يجب أن تكون عليه صيغة المقارضة وذكر عددا من الشروط والتي منها:³

- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليه جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه؛
- يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول توافق عليه الجهة المصدرة ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح؛
- أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب مع مراعاة الضوابط الشرعية؛
- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص ضمان عامل المضاربة لرأس المال أو الربح المقطوع؛

¹ كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص16.

² هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص23.

³ قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 30 (4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار في دورته الرابعة بتاريخ 1408/04/18.

- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة على نص يلزم بالبيع، وإنما وعدا بالبيع وألا يتم إلا بعقد القيمة المقدرة من الخبراء وبرضا من الطرفين؛
- إعداد حساب لأرباح وخسائر المشروع، ويكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك.

2- صكوك الإجارة الإسلامية

تعرف صكوك الإجارة بأنها صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية¹، وتنقسم إلى ما يلي:

2-1- صكوك ملكية المنافع

وتنقسم إلى ما يلي:²

2-1-1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

- أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
- ب- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

2-3- صكوك ملكية الخدمات: وهي نوعان:³

¹ وليد خالد الشايحي، صكوك الاستثمار الشرعية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010، ص 914.

² أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010، ص 8.

³ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص 97.

2-3-1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

2-3-2- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.¹

وقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي بخصوص صكوك الإجارة بما يأتي:²

- تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك أو التوريد، الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك)، يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، وعلى ذلك عرفت بأنها صكوك ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل.

- لا يمثل صك الإجارة مبلغا محددًا من النقود، ولا هو دين على جهة معينة، سواء أكانت شخصية اعتبارية أم طبيعية، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءا شائعا (سهما) من ملكية الاستعمال كعقار أو طائرة أو باخرة أو مجموعة من الأعيان الاستعمالية المتماثلة أو المتباينة إذا كانت مؤجرة تدر عائدا محددًا بعقد الإجارة.

- يمكن لصكوك الإجارة أن تكون اسمية (تحمل اسم حامل الصك)، ويتم انتقال ملكيتها بالقيود في سجل معين.

- يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها، إذا توافرت فيها شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلا لعقد الإجارة.

- يجوز لحامل الصك بيعه في السوق الثانوية لأي مشتر بالثمن الذي يتفقان عليه.

- يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة أن يصدر صكوك إجارة تمثل حصصا شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد إيجارها، ويشترط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين.

- لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده وإذا هلك الأعيان المؤجرة كليا أو جزئيا فإن غرمها على حملة الصكوك.

¹ أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

² قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 137 (15/3)، بشأن صكوك الإجارة في دورته الخامسة عشر بتاريخ 14-19/1/1425.

- 3- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحامل الصكوك.
- 4- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك.
- 5- **صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك.
- 6- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- 7- **صكوك الوكالة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.
- 8- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من هذه الثمار .
- 9- **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس .
- 10- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول¹.

خامسا: الفرق بين صكوك الاستثمار وصناديق الاستثمار

تتشابه الصكوك الإسلامية بأنواعها مع صناديق الاستثمار، فعلى سبيل المثال هناك صكوك التأجير وصناديق التأجير، كما أن هناك صناديق المضاربة وصكوك المضاربة، إلا أنهما يختلفان عنها على النحو الآتي:²

¹ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص11.

² خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص160.

أولاً: تتشكل الصكوك عند الحاجة لها، وغالباً من قبل قطاع حكومي يحتاج إلى تمويل من أجل توسعة مطار أو مد سكة حديد أو بناء ميناء، فيدعو ذلك القطاع المصارف العالمية المختصة في هيكلة السندات أو الصكوك الإسلامية لتمويل ذلك المشروع. وبالتالي تقوم المصارف بإدارة وتسويق هذه الصكوك أو السندات على مستوى العالم لصالح هذا القطاع الحكومي بضمان الدولة أو البنك المركزي فيها. ويقوم المصرف المدير بعد الاكتتاب في هذه الصكوك، بإدراجها في سوق مالية مثل سوق لكسمبورغ للأوراق المالية بحسب فترة الاستحقاق لها.

ثانياً: يكتب في الصندوق الاستثماري من قبل المستثمرين للاستثمار في أصول الصندوق، ويكون مديره أشخاص مؤهلين من قبل المصرف المصدر حيث تعمل إدارة الصندوق على استثمار أموال الصندوق طوال العام وتتابع عملية الاستثمار يومياً.

ثالثاً: لا يضمن في الغالب المصرف المصدر الصندوق، بينما تتحول حصيلة الأموال المكتتب فيها عند الاكتتاب في الصكوك إلى الجهة الطالبة للتمويل لتقوم بضمائها، فتدير الأموال بحسب الغرض المكتوب في الصك.

رابعاً: الصندوق الاستثماري في الواقع هو أقرب إلى تلبية احتياجات القطاع الخاص منه إلى تلبية احتياج القطاع الحكومي.

المطلب الثالث: واقع إصدار الصكوك الإسلامية

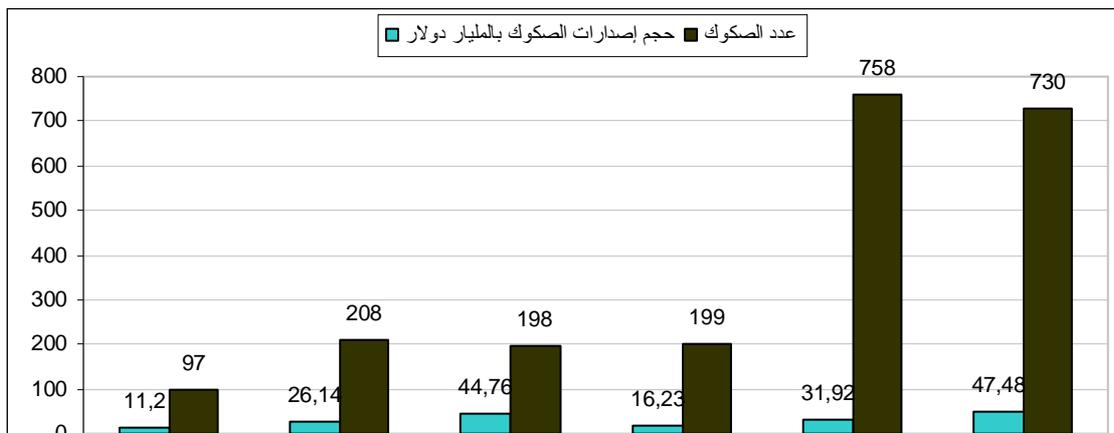
شهد إصدار الصكوك الإسلامية تطوراً كبيراً نتيجة إقبال المؤسسات المالية الإسلامية على طرح الصكوك لما فيها من أهمية بالغة في استثمار فائض السيولة لديها.

الفرع الأول: تطور إصدار الصكوك الإسلامية عبر العالم

يمثل الشكل الآتي تطور إصدارات الصكوك الإسلامية عبر العالم حتى الربع الثاني من سنة

2010 وذلك كما يلي:

الشكل رقم (1-2) تطور إصدارات الصكوك الإسلامية



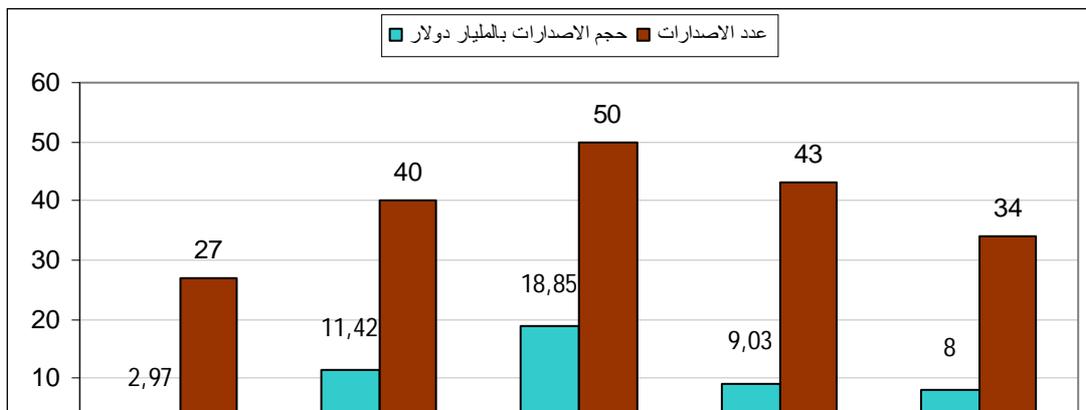
المصدر: Islamic Finance Information Service, **Global Sukuk Market Report**, 2010, p02

قدر حجم سوق الصكوك الإسلامية خلال الربع الثاني من سنة 2010 بـ 47.48 مليار دولار، وبالرغم من الأزمة المالية الأخيرة إلا أن سوق الصكوك الإسلامية قد بقي إلى حد ما صامداً أمام هذه التحديات فقد حقق معدل نمو قدر بـ 43 % سنة 2009، في حين كان هذا المعدل أكبر من 70 % سنة 2007. هذا الانخفاض يعود إلى أن سوق الصكوك واجه كغيره من أسواق الدين صعوبات كبيرة عام 2008، أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية.

الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في الدول العربية

يمثل الشكل الآتي تطور إصدارات الصكوك في الدول العربية كما يلي:

الشكل رقم (2-2) تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في الدول العربية



المصدر: صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، تقرير 2009، ص163

يظهر الشكل تراجع إصدار الصكوك خلال عام 2009 في الدول العربية بنسبة 11.3 % لتبلغ القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي 8 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 9.03 مليار دولار خلال عام 2008 وبالمقارنة بعدد الإصدارات، تراجع العدد الإجمالي لإصدارات المنطقة العربية من 43 إصداراً خلال عام 2008 إلى 34 إصداراً خلال عام 2009 وقد وصلت هذه الإصدارات إلى مستوى قياسي سنوي قبل اندلاع الأزمة المالية خلال عام 2007 إذ بلغ عدد إصدارات المنطقة العربية 50 إصداراً خلال ذلك العام بقيمة إجمالية بلغت حوالي 18.9 مليار دولار. وتجدر الإشارة في هذا الصدد، أن القيمة الإجمالية للإصدارات من الصكوك في المنطقة العربية بلغت حوالي 50.8 مليار دولار أي 199 إصداراً (خلال الفترة 2005-2009).

ويعزى انخفاض وتيرة الإصدارات من الصكوك والتراجع النسبي في الإقبال عليها إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى عامل آخر برز في الفترة الأخيرة، يتعلق ببعض المشاكل القانونية التي قللت من جاذبية الصكوك مقارنة مع السندات. والجدير بالذكر أن إصدار الصكوك في الدول العربية قد انحصر في دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات، السعودية، البحرين، الكويت وقطر) بالإضافة إلى السودان. وقد تصدرت الإمارات المرتبة الأولى من حيث قيمة إصدارات الصكوك خلال الفترة (2005-2009)، بنحو 29.1 مليار دولار (الثانية عالمياً بعد ماليزيا)، تلتها السعودية بقيمة إجمالية بلغت 12.5 مليار دولار، فالبحرين بنحو 6.3 مليار دولار فالكويت وقطر ثم السودان. أما من حيث الجهة المصدرة لهذه الأدوات، فمن أصل 199 إصداراً عربياً خلال السنوات الخمس الأخيرة، فقد استحوذت الشركات والمؤسسات الخاصة على 123 إصداراً مقابل 63 إصداراً حكومياً والباقي إصدارات شبه حكومية. ويستحوذ مصرف البحرين المركزي على الإصدارات الحكومية، كأول مصرف مركزي في المنطقة العربية حيث باشر بإصدار هذه الأدوات منذ عام 2001 وذلك لأغراض السياسة النقدية. أما فيما يخص نوع الصكوك المصدرة في الدول العربية، فقد احتلت صكوك الإجارة أو التأجير، المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار (قرابة 20 مليار دولار) تلتها صكوك المشاركة (قرابة 9 مليار دولار) ثم صكوك المضاربة (قرابة 8 مليار دولار) فصكوك الاستثمار (قرابة 2 مليار دولار) فصكوك السلم¹.

¹ صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص163.

يتضح مما سبق، أنه يمكن لأي مؤسسة مالية أو حكومة أن تهيكّل صكاً إسلامياً على أساس وأسلوب تمويلي معين متوافق مع الشريعة الإسلامية، كالمقارضة أو الإجارة أو المراجعة أو السلم أو الاستصناع، متى ما احتاجت إلى التمويل اللازم، وجعلها متداولة في أي من الأسواق العالمية، وتعد الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية في استثمار فائض السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية على الأجلين المتوسط والطويل، إضافة إلى إيجاد سوق بينية بين المصارف الإسلامية، ودعم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية معلما بارزا من معالم الصناعة المالية الإسلامية، ويقصد بصندوق الاستثمار الإسلامي ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة وتجنب السلع المحرمة، وكذا عقود البيع المحرمة. وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء على قبول المستثمر له يشترك في ذلك الصندوق، وكذلك تظهر في الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب.

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار مواردها في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات التي يكون عملها مباحا بالإضافة إلى استثمار مواردها استثمارا حقيقيا في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى ما بين التأجير والسلم ونحوها، وأخرى تقوم على صيغة المشاركة وتعدد استثماراتها ما بين الأسهم والعقارات وعقود المراجحات في أسواق السلع الدولية والصكوك، ولا تكتفي بالوساطة المالية كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية.

وأهم ما يميز هذه الصناديق هو خضوعها لرقابة مشددة من قبل الجهات المسؤولة، والهيئات الشرعية التي تقع عليها المسؤولية في تحقيق التوافق الكلي بين استثمارات الصندوق ومتطلبات الشريعة من جهة، وبينها وبين تعليمات الهيئة الشرعية خاصة فيما يتعلق بألية الاستثمار والعمل.

لا يقتصر تسويق الصناديق الإسلامية وإدارتها على المؤسسات المالية الإسلامية بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يقوم بتسويقها وإدارتها المؤسسات المالية التقليدية. وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه المؤسسات في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها.

الفصل الثالث:

واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية مع
تقييم أداؤها في بعض الدول العربية

تمهيد

بالنظر إلى الطلب المتزايد على الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية العربية قامت شركات الاستثمار والمؤسسات المالية بغض النظر عن كونها متوافقة مع الشريعة الإسلامية أم لا، بإنشاء صناديق استثمار إسلامية تقوم بدور في تعبئة المدخرات واستثمارها وفق أساليب الاستثمار الشرعية. وتعد دول مجلس التعاون الخليجي موطننا لأكبر تجمع من صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم، بالنظر إلى أن هذه المنطقة هي المصدر الرئيسي لنشاط التمويل الإسلامي. لذا يتم في هذا الفصل دراسة تجارب بعض دول مجلس التعاون الخليجي وتم اختيار كل من تجربة المملكة العربية السعودية وتجربة دولة الكويت باعتبارهما تجربتان رائدتان في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية، كما تم اختيار تجربة البحرين نظراً لأنها تتمتع بخصوصيات تميزها عن باقي التجارب لتوفرها على سوق مالية إسلامية بالإضافة إلى مؤسسات وهيئات مالية تقدم دعماً مهماً لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية. ونظراً لوجود العديد من صناديق الاستثمار غير مدرجة في الأسواق المالية للدول قيد الدراسة وبالتالي عدم توفر بيانات عن أسعار وحداتها الاستثمارية يتم في هذا الفصل التطرق إلى صناديق الاستثمار المدرجة في الأسواق المالية فقط.

فمن خلال هذا الفصل سيتم تناول في المبحث الأول واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم. أما المبحث الثاني فيتضمن واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي. بينما يتطرق المبحث الثالث إلى واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. فيما يتناول المبحث الرابع واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية.

المبحث الأول: واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم

ازداد عدد صناديق الاستثمار الإسلامية عالمياً مع ازدياد تشجيع الهيئات الحكومية لهذا النوع من الاستثمارات لما فيها من تنظيم لاستثمار المدخرات الوطنية وانتعاش للسوق المالية، لذا يتناول هذا المبحث واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم من حيث حجم أصولها، عددها وأدائها، بالإضافة إلى التطرق لأهم التحديات التي تواجه عمل الصناديق الإسلامية.

المطلب الأول: التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الإسلامية

على الرغم من النمو الكبير الذي شهدته صناديق الاستثمار الإسلامية منذ نشأتها إلا أنها لا تزال صغيرة الحجم مقارنة بالصناديق التقليدية.

الفرع الأول: الأسواق الأساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية

تستأثر منطقة الخليج العربي بالنصيب الأكبر من إجمالي أعداد الصناديق الإسلامية، إذ تستحوذ وحدها على حوالي 50% من حجم صناعة الصناديق الإسلامية في العالم¹، وقد شهد هذا النوع من الصناديق نمواً سريعاً في منطقة الشرق الأوسط، نتيجة زيادة حجم الثروات داخل دول الخليج بفضل ارتفاع أسعار النفط. ويُلاحظ أن هناك علاقة طردية بين سعر النفط الخام وعدد صناديق الاستثمار التي تم إطلاقها، وهو ما يعكس رؤوس الأموال المتدفقة إلى هذه الصناعة، والتي لا يزال معظمها يأتي من مستثمرين في المنطقة.

والجدول الآتي يبين الأسواق الأساسية التي تتداول فيها الوحدات الاستثمارية للصناديق

الإسلامية:

الجدول رقم (3-1): الأسواق الأساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم

ت	صناديق الأسهم	صناديق أسواق النقد	صناديق الدخل الثابت	الصناديق المتوازنة	صناديق العقار	صناديق السلع	صناديق أخرى
1	ماليزيا	ماليزيا	ماليزيا	ماليزيا	جزر الكايمان	ماليزيا	الكويت
2	السعودية	السعودية	السعودية	السعودية	الكويت	جبرسي	جزر الكايمان
3	الكويت	الكويت	باكستان	إندونيسيا	جزر تشانيل	السعودية	السعودية
4	لكسمبورغ	جزر الكايمان	إندونيسيا	باكستان	البحرين	إيرلندا	ماليزيا
5	البحرين	باكستان	جزر تشانيل	السعودية	الكويت	البحرين	الإمارات

المصدر: التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، يوليو 2009، ص 7.

¹ وحدة البحوث والدراسات في بنك بويان، صناديق الاستثمار الإسلامية، تقرير جوان 2011.

تعتبر ماليزيا والسعودية أكبر مراكز الصناديق الإسلامية والأكثر جاذبية في العالم، نظراً لعدد من الحوافز المعتمدة داخل هاتين الدولتين ومستوى التحرر في قطاع التمويل الإسلامي ككل. ووفق الإحصائيات الخاصة بتقارير الصناديق الإسلامية في نهاية سنة 2009 تستحوذ ماليزيا على 26% من الصناديق حول العالم ليلعب عددها 194 صندوقاً تدير أكثر من 8.6 مليار دولار، في حين تبلغ حصة المملكة العربية السعودية 19.6% عالمياً، أي 147 صندوقاً إسلامياً تدير نحو 18 مليار دولار. أما بالنسبة للدول الأخرى، فتستحوذ الإمارات العربية المتحدة على 55 صندوقاً تدير أصولاً بحوالي 5.5 مليارات دولار، وتتبعها الكويت التي تضم 36 صندوقاً تدير 3 مليارات دولار تقريباً. وفي حين يعمل في مملكة البحرين 20 صندوقاً حجمها أقل بقليل من مليار دولار، تدير الولايات المتحدة الأمريكية* 4 صناديق حجمها أكثر من 2.5 مليار دولار. أما في جنوب إفريقيا تدير 8 صناديق حجمها 644 مليون دولار، في حين تدير قطر 16 مليون دولار من خلال صندوق واحد فقط¹.

الفرع الثاني: حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدارة حسب نوع الصندوق

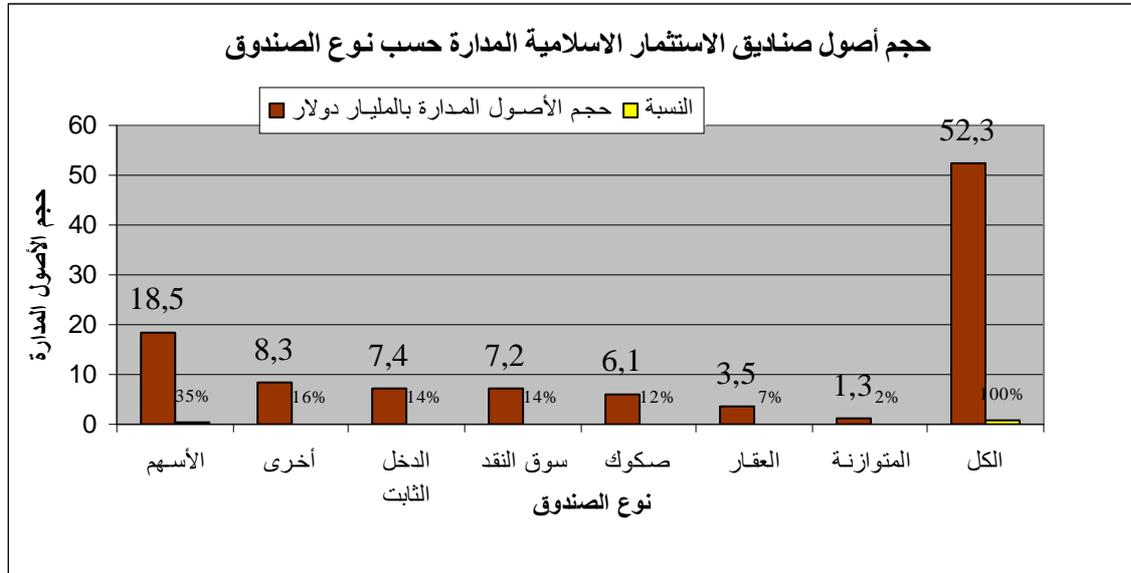
أظهرت نتائج التقرير السنوي الرابع للصناديق الاستثمارية الإسلامية 2010، الذي قدمته مجموعة الخدمات المالية الإسلامية في شركة إرنست ويونغ* Ernest & Yong خلال المؤتمر العالمي لصناديق الاستثمار والأسواق المالية الإسلامية في البحرين نمو الأصول المدارة للصناديق الإسلامية العالمية. ويوضح الشكل الآتي حجم الأصول المدارة من طرف الصناديق الإسلامية حسب نوع قطاع الاستثمار وذلك في نهاية الربع الأول من سنة 2010:

* على الرغم من قلة عدد صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية، وصغر حجم أصولها، إلا أنها حققت عوائد مقبولة نسبياً رغم الأزمة المالية، فبحسب صحيفة "واشنطن بوست" وما نقلته عن وكالة "مورنينغ ستار" المعنية برصد المعدلات المالية الأمريكية؛ فإن صندوق "أمانة إنكوم" الإسلامي حقق معدل نمو بلغ 9.7% في عام 2008 وهو الأداء الأفضل مقابل أداء الصناديق الاستثمارية الأمريكية التقليدية، وتبعاً لهذه النتائج وصل عدد المستثمرين غير المسلمين في الصندوق إلى نحو نصف عدد المستثمرين البالغ 70 ألف شخص، وقد تأسس صندوق "أمانة إنكوم" في الولايات المتحدة عام 1986 بواسطة المؤسسة الإسلامية في أمريكا الشمالية تلبيةً لرغبات المسلمين الأمريكيين الذين يريدون استثمار أموالهم وفقاً للشريعة، ثم تأسس تبعاً له صندوق "أمانة غروث" في عام 1994 وكلاهما تديره شركة "ستورنا كابيتال" ومقرها مدينة "بيلنغهام" في ولاية واشنطن. وكانت الشركة قد فازت بجائزة أفضل مدير صندوق في الولايات المتحدة الأمريكية لعام 2008 ضمن جوائز المحافظ الاستثمارية الإسلامية التي تقدمها شركة فيلكا العالمية المتخصصة في مراقبة أداء الصناديق الاستثمارية التي تتبع الشريعة. (أنظر: التقرير الشهري لشركة سباتك للإجارة والاستثمار، جويلية 2009، ص 08).

¹ التقرير الشهري لشركة سباتك للإجارة والاستثمار، مارس 2010، جريدة القبس، الصناديق الإسلامية تعود إلى النمو، العدد 13215، ليوم 2010/03/15.

* تعتبر شركة إرنست ويونغ من أكبر الشركات العالمية في مجال خدمات الاستشارات المالية فهي تلبى الاحتياجات الخاصة للمؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية، حيث تقدم مجموعة استشارات متكاملة، بدءاً من تطوير إستراتيجية العمل، وصولاً إلى بناء الأطر التشغيلية ومختلف المنتجات. وقد بدأت شركة إرنست ويونغ العمل في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا عام 1923. (موقع الشركة على: www.ey.com)

الشكل رقم (3-1): حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدارة حسب نوع الصندوق



المصدر: Ernest & Yong, Islamic funds And Investment Report, 2010, P15

الملاحظ من الشكل مدى تركيز الصناديق الإسلامية على الاستثمار في قطاع الأسهم إذ تستحوذ صناديق الأسهم الإسلامية على أكبر نسبة من حجم الأصول المدارة والمقدرة بـ 35% تقابل 18.5 مليار دولار. وباقي النسبة تتوزع على الأنواع الآتية: صناديق الدخل الثابت، وصناديق سوق النقد بنسبة 14% لكل منهما بحجم أصول يقدر بـ 7.4 مليار دولار و7.2 مليار دولار على التوالي، صناديق الصكوك بنسبة 12% بحجم أصول يقدر بـ 6.1 مليار دولار، الصناديق العقارية بنسبة 7% بحجم أصول يقدر بـ 3.5 مليار دولار، الصناديق المتوازنة بنسبة 2% تدير 1.3 مليار دولار، وباقي النسبة تتوزع على صناديق أخرى بنسبة 16% تدير حجم أصول يقدر بـ 8.3 مليار دولار.

المطلب الثاني: أداء صناديق الاستثمار الإسلامية

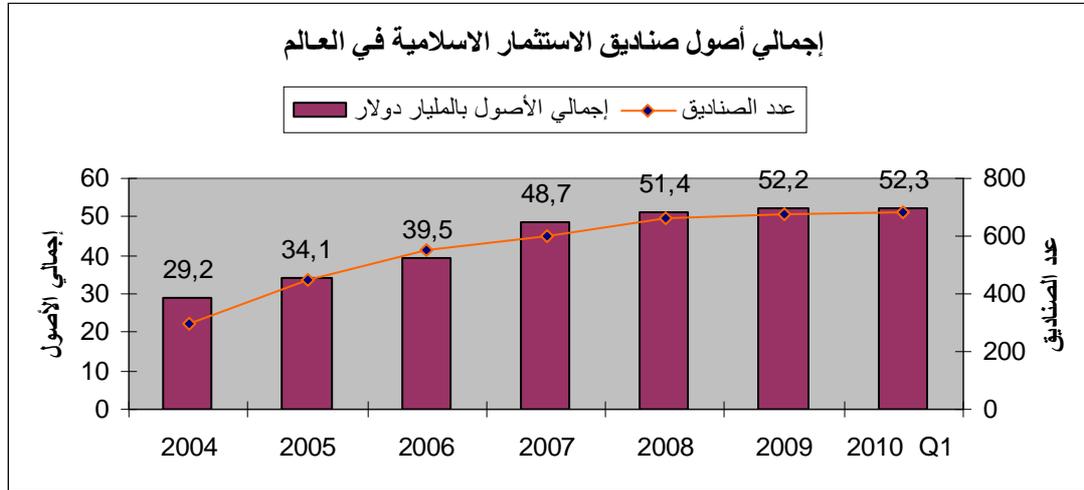
يتناول المطلب تطور أداء صناديق الاستثمار الإسلامية عالمياً ومدى تأثير الأزمة المالية العالمية عليها مقارنة بالصناديق التقليدية.

الفرع الأول: تطور صناديق الاستثمار الإسلامية

تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية في أنحاء العالم بشكل ملحوظ، إذ لم تتجاوز 300 صندوق إسلامي سنة 2004 بإجمالي أصول قدر بـ 29,2 مليار دولار في نهاية 2004، ووصل عددها إلى أكثر من 680 صندوق في الربع الأول من سنة 2010 وذلك بزيادة مستمرة، وقد بلغ حجم الأصول المدارة في

صناديق الاستثمار الإسلامية 52,3 مليار دولار¹. والشكل الآتي يتضمن نمو عدد وحجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم.

الشكل رقم (2-3): نمو عدد وحجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم

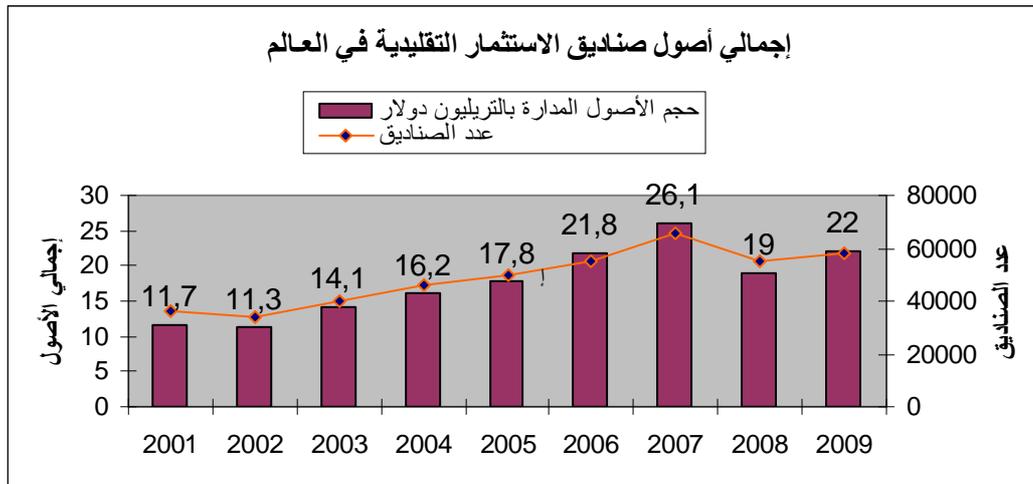


المصدر: Ernest & Yong, Islamic funds And Investment Report, Op.cit, p 9

يتضح من الشكل النمو المتزايد لصناديق الاستثمار الإسلامية عبر العالم سواء من حيث عددها وكذا من حيث حجم الأصول المستثمرة فيها نتيجة تدفق أموال جديدة إلى هذه الصناديق، والملاحظ هو عدم التأثير الكبير بأزمة الرهن العقاري إذ حافظت على مستويات متقاربة من النمو.

أما على صعيد صناديق الاستثمار التقليدية، فقد أظهرت الأصول المدارة بها مؤشرات إيجابية على تعافيتها بعد المستويات المنخفضة التي وصلت إليها سنة 2008، وفق ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم (3-3): نمو عدد وحجم أصول صناديق الاستثمار التقليدية عبر العالم



¹ محمد براق وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص16.

المصدر: Ernest & Yong, **Islamic funds And Investment Report**, op-cit, P8:

يتضح من الشكل التآثر الكبير لصناديق الاستثمار التقليدية من جراء أزمة الرهن العقاري من حيث الانخفاض في عدد الصناديق نتيجة تصفيتها، وحجم الأصول المستثمرة فيها، إذ انخفض حجم الأصول إلى 19 تريليون دولار نهاية عام 2008 بعدما بلغ 26.1 تريليون دولار نهاية عام 2007 ليبلغ 22 تريليون دولار نهاية عام 2009.

الفرع الثاني: أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية

بالنسبة لأداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على المستوى العالمي تصدرت صناديق الصكوك قائمة الصناديق من حيث الأداء، فقد حققت صناديق الصكوك في نهاية عام 2009 ارتفاعاً بنسبة 16.07%، مسجلة قفزة قوية مقارنة بعوائد سلبية في عام 2008 بنسبة 10.19% وهذا يعود بالدرجة الأولى إلى تحسن أوضاع سوق الصكوك. كما حققت صناديق الأسهم والأصول المنوعة المتوافقة مع أحكام الشريعة في عام 2009 أداء أفضل من عام 2008 مسجلة عوائد بنسبة 18.48% و 14.07% في المتوسط على التوالي. ونتيجة لقلة الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، شهدت الصناديق التي تأسست في عام 2009 وعددها 48 صندوقاً هبوطاً من 78 صندوقاً تأسست في عام 2008، ركز معظمها على توجيه استثماراته إلى منطقة آسيا والمحيط الهادي، بسبب عوامل جذب متزايدة لاهتمام المستثمرين، باعتبار أن هذا الجزء من الخريطة العالمية يشكل منطقة نمو. كما أن تركيز استثمارات الصناديق الإسلامية على هذه المنطقة يتعلق أيضاً بتطلع المستثمرين في الشرق الأوسط إلى تنويع محافظهم الاستثمارية جغرافياً، فالصناديق التي تأسست حتى في ماليزيا أخذت من منطقة شرق آسيا توجهها لاستثماراتها، ويلاحظ أن عدداً قليلاً جداً من الشركات أو البنوك أنشأت صناديق خلال الأزمة المالية للاستثمار في أسواق منطقة اليورو أو أميركا الشمالية¹، وتعود ظاهرة تراجع نشاط إطلاق صناديق إسلامية جديدة إلى ما يلي:²

- 1- انخفاض مؤشرات أسواق المال العالمية بنسبة 50% في الفترة بين نوفمبر 2007 ومارس 2009. مقابل عائدات بنسبة 40% شهدتها الفترة ما بين شهري مايو 2005 ونوفمبر 2007.
- 2- ركود الاقتصاديات المتقدمة وتراجع حجم الاستهلاك فيها إلى مستويات لم تشهدتها الأسواق منذ سنة 2002.

3- تراجع أسعار الأصول والثروات المدارة وشح السيولة في أسواق الائتمان.

¹ التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، مارس 2010، جريدة القبس، الصناديق الإسلامية تعود إلى النمو، مرجع سبق ذكره.

² التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، 2009، مرجع سبق ذكره، ص9.

4- هبوط معدل التجارة العالمية وانخفاض أسعار النفط مما أثر خصوصاً على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا واندونيسيا (أي أسواق الصناديق الإسلامية).

5- انهيار أسعار العقارات والسلع على أنواعها.

هذه الأسباب كان لها أثراً بالغاً في تراجع صناعة صناديق الاستثمار عالمياً وكانت الصناديق التقليدية أكثر تأثراً مقارنة بالصناديق الإسلامية.

المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الصناديق الإسلامية ودور البنوك الإسلامية في تجاوزها

يتناول المطلب التحديات التي تواجه صناعة الصناديق الإسلامية، بالإضافة إلى تقديم مقترحات

تنشط دور المصارف الإسلامية في مجال صناديق الاستثمار.

الفرع الأول: التحديات التي تواجه صناعة الصناديق الإسلامية

على الرغم من عودة العوائد الإيجابية إلى قطاع صناعة الصناديق الاستثمارية، إلا أن هذا القطاع يواجه جملة من التحديات والضغوط، يأتي في مقدمتها كيفية القدرة على التوفيق الدائم بين الشريعة والقانون الدولي والسياسات الاقتصادية العالمية وكذا ظروف الاقتصاد الدولي في ظل تبعات الأزمة المالية العالمية، ومن ثم القدرة على كسب ثقة المستثمرين، في ظل غموض الاستثمارات العالمية وتشعبها، بجانب غياب المصداقية والشفافية والالتزام بالمعايير الشرعية، مما يجعل الوصول إلى طبيعتها الرئيسية أمراً غاية في الصعوبة. وفي ما يلي أهم تلك التحديات:¹

1- **التخوف من عدم توفر الشفافية:** فبالنظر إلى أن الاستثمارات في عدد من المناطق الجغرافية لا يتمكن المستثمرون فيها من الاطلاع الكامل على التفاصيل، فإن هؤلاء قد لا يكونون على استعداد لوضع أموالهم في صناديق إسلامية تعمل وفقاً لهذا الغرض، وقد يفضلون الاستثمار في الأسهم المحلية فقط والتي هي أكثر عرضة للخطر، وبالتالي على مديري الصناديق التعامل مع هذا التحدي بشكل فعلي، وتعزيز الشفافية، خصوصاً أن الصناديق الإسلامية ولدت لتنمية الاقتصاد الحقيقي.

2- **ضعف أو عدم وجود أسواق مال متطورة*:** والمتمثل في ما يلي:

¹ التقرير الشهري لشركة سبانك للإجارة والاستثمار، مارس 2010، جريدة الأنباء، تحديات وضغوط تواجه الصناديق الإسلامية، العدد 12775 ليوم 2010/03/15

* إن إيجاد سوق مالي إسلامي متطور وفعال هو من العوامل المساعدة على تعزيز نمو صناعة الصناديق الإسلامية، فالسوق المالي الإسلامي الديناميكي يساعد على جذب الأموال المتاحة للاستثمار وإيجاد الأنشطة الاستثمارية اللازمة، كما يساعد على خلق الأسواق الأولية والثانوية للأدوات المالية الإسلامية. ومن أجل إيجاد أسواق مالية إسلامية صلبة وديناميكية، لابد من أن تؤخذ عوامل عدة في الاعتبار منها: ضرورة إرساء نظام مالي إسلامي قادر على تسهيل حركة التدفقات الرأسمالية والتجارية، بكفاءة وفعالية وهذا يتطلب تطوير البنية التحتية المطلوبة ويشتمل ذلك على مؤسسات مالية

- نظراً للدور الذي لعبته ولا تزال تلعبه دول منطقة مجلس التعاون الخليجي في سوق الصناديق، إلا أن غياب سوق ثانوية داخل دول المجلس لا يخدم مستقبل هذه الصناديق، على الرغم من محاولاتها التوسعية؛

- يبقى تركيز الصناديق الإسلامية منصبا بشكل أساسي على منطقة دول الخليج، لكن مصدر النمو يتمثل في الأسواق غير المستغلة في آسيا والشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بسبب تواجد عدد كبير من السكان المسلمين، إذ لا يزال التمويل الإسلامي في مراحل الأولى في هذه الأسواق التي تشمل إندونيسيا (202 مليون مسلم)، باكستان (174 مليون مسلم)، الهند (161 مليون مسلم)، بنغلادش (145 مليون مسلم)، نيجيريا (78 مليون مسلم)، تركيا وإيران (74 مليون مسلم)¹.

3- ضعف التنوع: ما تزال صناديق الأسهم تستحوذ على الصدارة بين مختلف أنواع الصناديق، ومن المعروف أن الأسهم كانت من بين الأصول الأكثر تضرراً نتيجة الأزمة المالية، لذا من التحديات التي تواجهها الصناديق الإسلامية أن تنوع أصولها وتتجه نحو مفاهيم مختلفة مثل الصكوك والإجارة وغيرها.

4- ضعف الالتزام بتعليمات الهيئة الشرعية: من التحديات أيضاً مدى قدرة مديري الصناديق على تطبيق تعليمات الهيئة الشرعية بدقة، ذلك أن بعض القرارات الاستثمارية قد تُنخل في بعض الأحيان بالالتزام الدقيق بالفتوى الشرعية؛ إما للجهالة، أو الاستعجال، أو لأسلوب التطبيق، وهذا يستدعي إمام مديري الصناديق بأساسيات فقه المعاملات المرتبط بطبيعة عملهم، فالالتزام بتعليمات الهيئات الشرعية قد يحتاج إلى دراية تنقل مدير الصندوق من مرحلة التنفيذ الآلي، إلى التنفيذ ببصيرة، ومعرفة مدى تمكن المدير من اكتشاف الخلل، وإن خفي على الهيئة الشرعية بسبب طبيعة عملية الاستثمار الغامضة في بعض جوانبها.

كما تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية تحديات أخرى يمكن تلخيصها في ما يلي:²

- تحتاج الصناديق الإسلامية إلى توسيع نطاق أنشطتها وتنويع استثماراتها أفقياً وعمودياً، لكن مع أزمة الرهن العقاري أحجم المستثمرون عن المشاركة في الاستثمار عبر الحدود، ولا يمكن تغيير هذا التوجه إلا إذا أديرت تلك الأموال على نحو مهني وفني، ويكون ذلك من خلال الامتثال الدقيق لمبادئ الإسلام، والحد من تباين المعلومات بين المستثمرين والصناديق وكذا مواصلة جذب اهتمام المؤسسات والعملاء الأثرياء لضخ الأموال في الصناديق.

- تزداد حالياً الضغوط على مديري الصناديق أكثر من أي وقت مضى لينظروا في هيكلة مؤسسية موجزة وفعالة من خلال التعاقد مع أطراف خارجية لتنفيذ نشاطاتهم الثانوية، وسوف يكون على الشركات أن

إسلامية تغطي جميع القطاعات من الصيرفة والتكافل وصناديق الاستثمار إلى أسواق رأس المال وكذا العمل على توفير طيفاً من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى وضع إطار عمل قانوني وشرعي فعال.

¹ Ernest & Yong, **Islamic funds And Investment Report**, op-cit, P24

² التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، مارس 2010، جريدة القبس، الصناديق الإسلامية تعود إلى النمو، مرجع سبق ذكره.

تختار منصة إنتاج توزيع تماشى مع إستراتيجيتها، كما سيتوجب عليها أن تحدد وضعها إن كانت شركة تسعى وراء القيمة العالية أم شركة تسعى لامتلاك قدر كبير من الأصول، لتتمكن بذلك من تحديد الرسوم المترتبة عليها.

- حققت الصناديق الإسلامية في دول الخليج أداءً إيجابياً في عام 2009 إذ بلغ العائد 12.5%، وهو ما يمثل تحسناً في الأداء مقارنة بعوائد سلبية في عام 2008 بلغت 28.57%. لكن هذه القفزة في العوائد تعتبر متواضعة نسبياً مقارنة بالصناديق العالمية التقليدية التي حققت 36.5% أرباحاً في عام 2009.

- تم تصفية حوالي 30 صندوقاً بين عامي 2008 و2009، في حين لم يتم تصفية سوى 18 صندوقاً فقط خلال عامي 2006 و2007. وتضاعف الرقم يدل على صعوبة الوضع الذي واجهته صناعة الصناديق الإسلامية بسبب أزمة الرهن العقاري.

- مدى قدرة مديري الصناديق على زيادة الكفاءة التشغيلية للصناديق الإسلامية فقيامهم بخفض الرسوم يجبرهم على إعادة النظر في إستراتيجيات هذه الصناديق المتعلقة بالإيرادات والتكاليف، ونموذج التشغيل، والأهم من ذلك البنية التحتية اللازمة لإدارة المخاطر لكي تتمكن من تحقيق نمو مستدام*.

- إيجاد آلية فعالة للتصنيف الائتماني إذ يجب على وكالات التصنيف أن تراعي الخصائص الفريدة للمنتجات الإسلامية والمخاطر المرتبطة بها. ومن المهم اعتماد آلية أكثر شمولية لعملية التصنيف بحيث تشمل المخاطر الائتمانية دون إغفال لعنصر الشفافية والوضوح في المعاملات المالية وفي نوعية الإدارة.

وعلى الرغم من هذه العوائق والتحديات إلا أن أسس الصناديق الإسلامية ما تزال قوية، نتيجة النمو المستمر للأصول المدارة، بالإضافة إلى قاعدة سكانية إسلامية ضخمة ومتزايدة غير مستغلة، ويمكن اعتبار هذه الحقائق فرصاً في المستقبل.

الفرع الثاني: توصيات تنشيط دور البنوك الإسلامية في مجال صناديق الاستثمار

بالنظر إلى تجربة المصارف الإسلامية مع صناديق الاستثمار تبين أن هناك عدة توصيات من شأنها تنشيط دور المصارف في هذا المجال مما ينعكس إيجاباً على أدائها، ومن أهم هذه التوصيات:¹

1. تشجيع إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار، وزيادة رؤوس أموالها، إذ مازال عدد وثقل هذه الصناديق متواضعا، مقارنة بالأسواق الناشئة.

* تعتبر عملية تحقيق التوازن أمراً بالغ الأهمية لضمان النمو المستدام للصناديق الإسلامية على المدى الطويل، إذ أن أكثر من 70% من الصناديق تقع تحت مستوى نقطة التعادل التقديرية للأصول المدارة للصناديق والبالغة مائة مليون دولار، بينما يستحوذ أفضل 10 صناديق على 80% من الحصة السوقية. وعليه فإن الصناديق الكبرى ستصبح أكبر حجماً في الوقت الذي تزداد فيه الظروف صعوبة للصناديق الأخرى من أجل كسب ثقة المستثمرين وبالتسالي الحصول على أموال إضافية. (أنظر: Ernest & Yong, Islamic funds And Investment Report 2011)

¹ أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب الحديثة، عمان، الأردن، 2008، ص256.

2. تشجيع المصارف الإسلامية التي لم تزاوّل هذا النشاط على الإسهام في إنشاء صناديق جديدة.
3. العمل على زيادة الوعي وتصحيح صورة هذه الصناديق لبناء جسر جديد من الثقة حول هذا النشاط.
4. المبادرة بإنشاء صناديق مغلقة، لأنها أكثر استقراراً من الصناديق المفتوحة، حيث لا يمكن استرداد وثائقها من السوق بسرعة، بل يتم تداولها في البورصة، ويمكن تشجيع هذا الاتجاه بمنح الصناديق المغلقة بعض المزايا.
5. على الهيئة العامة لسوق المال، وضع الضوابط الكفيلة بزيادة درجة التنافسية بين الشركات العاملة في مجال إدارة صناديق الاستثمار، لتجنب سيطرة عدد محدود منها على إدارة معظم الصناديق.
6. الالتزام بالسياسات الاستثمارية التي يعلن عنها من قبل إدارة الصناديق، وذلك بمراعاة التنويع في الاستثمارات، تجنباً لتعرضها لأزمات سيولة مفاجئة.
7. كما تبدو الحاجة ملحة لتدعيم محفظة المصارف الإسلامية تدعيماً للاستثمار البيئي في الدول العربية الإسلامية، بالنظر إلى أن الاستثمارات في الدول العربية منخفضة، مما يؤكد على غياب الترويج لفرص الاستثمار وهيئتها في البلدان العربية والإسلامية وذلك بهدف توجيه رؤوس الأموال، وتشجيعها للعودة من الدول الأجنبية إلى البلدان العربية والإسلامية.

المبحث الثاني: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي

شهدت صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية تطوراً كبيراً من حيث حجم الأصول المدارة ومن حيث عدد المشتركين وعدد الصناديق العاملة، إلا أن هذه الصناديق تعتبر سوقاً ناشئاً إذا ما تم مقارنتها بصناديق الاستثمار التقليدية العاملة في المملكة، ويضم سوق صناديق الاستثمار في المملكة صناديق متداولة وهي الصناديق المشمولة في نشرة تداول الأسبوعية، وأخرى غير متداولة وهي إما أن تكون صناديق قد صرح لها من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي، ولكن المصرف لم يبدأ بتسويقها على المستثمرين أو تكون صناديق استثمار مسجلة في أسواق مالية عالمية أخرى. وسوف تقتصر هذه الدراسة على الصناديق المتداولة في السوق المالي السعودي فقط.

المطلب الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي، وصناديق الاستثمار وتطورها

يعتبر سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق المالية العربية من حيث حجم قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وقد مر منذ إنشائه بعدة مراحل.

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس شركات المساهمة، وتعود بداية تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية إلى عام 1934، وفي نهاية السبعينيات من القرن الماضي عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ نشأت سوق غير منظمة يديرها سماسرة الأوراق المالية يمارسون نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الخبرة في هذا المجال وعدم وجود الأسس السليمة التي تساعد على إدارة السوق وتفشي الممارسات غير المشروعة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 في 1403/7/11، بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية. وتضمن الإطار التشريعي والمؤسسي الذي يحكم تداول الأسهم في المملكة بشكل رئيسي ما يلي:

- نظام الشركات المساهمة.

- القواعد التنفيذية لتنظيم عمل تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية.
- تعليمات مقننة لعمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق نظام آلي للتداول، فهو نظام صادر من لجنة وزارية مشكلة من وزارة التجارة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي لغرض تنظيم إجراءات عمل السوق.

وفي عام 1985 قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بإدخال بعض التحسينات في عمليات بيع وشراء الأسهم بتأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وكانت عملية تداول الأسهم تتم عبر تبادل الشهادات الورقية عبر البنوك. وفي عام 1990 أدخلت مؤسسة النقد العربي السعودي نظام التبادل الإلكتروني الذي يتم بموجبه تحويل أوامر تداول الأسهم من البنك إلى الحاسب الآلي المركزي التابع لمؤسسة النقد العربي السعودي بغرض تدقيق الأوراق المالية وتسجيلها. وفي 2003/07/31 صدر المرسوم الملكي رقم 30 بالموافقة على إنشاء هيئة السوق المالية تكون مسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام التبادل الإلكتروني، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بتنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها¹.

الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في السعودية وتطورها

شهدت صناديق الاستثمار في السعودية تطوراً ملحوظاً منذ نشأتها وذلك كما يلي:

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار في السعودية

جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين لفتحهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوق محلياً وعالمياً. وقد صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية بناء على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي والقرار الوزاري رقم 3/2052 بتاريخ 14

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 97-100 بتصرف.

1413/07/ الموافق لـ 7 جانفي 1993، وقد عرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار بأنه "برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة"، وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين¹.

ثانيا: أقسام صناديق الاستثمار في السعودية

أصدرت هيئة السوق المالية السعودية في 2006/12/24، لائحة صناديق الاستثمار وقسمت هذه الصناديق إلى صناديق الاستثمار المتخصصة، الصناديق القابضة، صناديق أسواق النقد، الصناديق العالمية، ويتم في ما يلي تناول هذه الأنواع:²

1- صناديق الاستثمار المتخصصة

تهدف الصناديق المتخصصة إلى تحقيق ربح رأسمالي كبير في الأجل القصير وذلك نتيجة الطبيعة المتقلبة لأسعار وثائق تلك الصناديق وهي تحوي أشكالا عديدة فمنها صناديق الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب، وكذلك صناديق الاستثمار في السلع والمواد الخام مثل البترول والحديد والعقارات والقيم المنقولة، وصناديق الاستثمار بالعملات مثل الدولار، والإسترليني، أو اليورو، وصناديق الاستثمار في صناعة الكيماويات فقط، وتتصف هذه الصناديق المتخصصة بقدرتها على الاستثمار في مناطق جغرافية متنوعة ومختلفة من العالم.

2- صناديق الاستثمار القابضة

نصت اللائحة السعودية على أنه يجوز لأي صندوق استثمار يحتفظ ببعض أصوله على شكل نقد أو ما يماثله ويستثمر جميع أصوله بشكل أساسي في صناديق استثمار أخرى للعمل كصندوق قابض. ويجب أن يكون أي صندوق استثمار يستثمر فيه صندوق قابض موافقا لأحكام اللائحة، كما أن على الصندوق القابض أن يستثمر في ثلاثة صناديق استثمار على الأقل ويجوز استثمار نسبة لا تقل عن 5% ولا تزيد عن إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق استثمار واحد، كما أنه على الصندوق القابض الإفصاح في شروط وأحكام الصندوق عن إجمالي الرسوم ذات الصلة بصناديق الاستثمار المستثمر فيها بوصفها رسوما يتقاضاها الصندوق القابض.

3- صناديق أسواق النقد

¹ عمر عيو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ص114.

² الهيئة المالية السعودية، القرار رقم 2006/193/01، المتعلق بلائحة صناديق الاستثمار، المؤرخ في 2006/07/15.

عرّفت اللائحة السعودية، صندوق أسواق النقد أنه "صندوق الاستثمار الذي يكون هدفه الوحيد الاستثمار في الودائع والأوراق المالية قصيرة الأجل وعقود تمويل التجارة". ويجب أن توضح الشروط والأحكام والإعلانات ونشرات الترويج والمواد الأخرى الخاصة بأسواق النقد أن شراء أي وحدة من هذا النوع من الصناديق يختلف عن إيداع مبلغ لدى بنك محلي وأن مدير الصندوق غير ملزم بقبول طلب استرداد الوحدات بقيمة الطرح وأن قيمة الوحدات وإيراداتها عرضة للصعود والهبوط.

4- الصناديق العالمية

عرفت اللائحة السعودية مفهوم الصناديق العالمية بأنها "الصناديق التي يتم تأسيسها وتعمل خارج المملكة وتستثمر جميع أصولها خارج المملكة وفي الصناديق الأجنبية"، وألّزت اللائحة صناديق الاستثمار العالمية بالاحتفاظ بأصولها في صناديق الاستثمار الأجنبية، وألّزت مدير الصندوق العالمي الذي يسمح بتأسيسه ويعمل خارج المملكة بضرورة القيام بمراجعة شاملة ودقيقة للصندوق الأجنبي ومديره. ويعود اهتمام اللائحة السعودية بهذا النوع من الصناديق العالمية إلى وجود فوائض مالية كبيرة داخل المملكة نتيجة لارتفاع أسعار البترول وحاجة المستثمرين والمدخرين في المملكة إلى الاستثمار خارج الحدود ومن هنا كان تصدي اللائحة السعودية لبيان آليات التعامل مع هذه الصناديق ضرورة أوجدها الواقع العملي¹.

5- صناديق الاستثمار العقاري

صدرت لائحة صناديق الاستثمار العقاري بالسعودية عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية ولقد سمحت هذه اللائحة بتأسيس صناديق الاستثمار العقاري وعرفته بأنه برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة، ولقد حددت المادة الثالثة متطلبات الترخيص لصناديق الاستثمار العقاري في المملكة العربية السعودية والإجراءات اللازمة لتأسيس هذه الصناديق. كما تضمن الباب الثالث من اللائحة أسلوب تنظيم وعمل صناديق الاستثمار العقاري والهيكلة التنظيمية للصندوق والإشراف على الصندوق، وإدارته والإفصاح عن المعلومات وضبط أصول الصندوق ثم كيفية انقضاء الصندوق سواء بانتهاء مدته أو بانتهاء الغرض الذي أنشئ بسببه.

ثالثاً: تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يمثل الجدول الآتي تطور عدد الصناديق العاملة في السعودية وعدد المشتركين فيها بالإضافة إلى التطور في حجم أصولها.

¹ أحمد عصام البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 874.

الجدول رقم (3-2): نمو إجمالي الصناديق العاملة مع حجم الأصول المستثمرة، وعدد المشتركين فيها
بسوق الأسهم السعودي

السنوات	عدد الصناديق	نسبة التغير	إجمالي الأصول	نسبة التغير	عدد المشاركين	نسبة التغير
2005	199	-	136974	-	568284	-
2006	214	7.53	84108	-38.59	499968	-12.02
2007	252	17.75	105100	24.95	426085	-14.47
2008	262	04.37	74814	-28.81	374975	-02.84
2009	244	-06.87	89548	19.69	356331	-4.97
2010 Q ₁	241	-1.22	93132	4.00	349474	-1.92
2010Q ₂	241	0	98947	6.24	340515	-2.56
2010 Q ₃	244	1.24	98290	-0.66	331285	-2.71

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الربع الثالث 2010.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تطور في عدد الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وشهدت صناديق الاستثمار في عام 2008 زيادة عدد الصناديق المدرجة في السوق المالي وصلت إلى 262 صندوق بحجم أصول قدرها 74814 ريال سعودي بزيادة نسبتها 3,96 % مقارنة بسنة 2007 حيث كان عدد الصناديق العاملة 252 صندوقاً بإجمالي أصول قدره 105100 ريال سعودي. ثم انخفض العدد إلى 244 صندوق تدير 89548 ريال سعودي في نهاية عام 2009 نتيجة عملية التصفية التي طالت عدد من صناديق الاستثمار العاملة بالمملكة بسبب التأثير بالأزمة المالية العالمية، واستمر هذا الانخفاض في سنة 2010 ليلعب عدد الصناديق في الربع الثاني من السنة حوالي 241 صندوقاً بإجمالي أصول قدره 98947 ريال سعودي، ثم شهد قطاع الصناديق ارتفاعاً ملحوظاً خلال الربع الثالث من سنة 2010 نتيجة تحسن أوضاع السوق المالية في السعودية.

أما فيما يخص عدد المشتركين في صناديق الاستثمار في الجدول تراجع عدد المشتركين من سنة لأخرى، فبعدما كان عدد المشتركين 568284 مشتركاً سنة 2005، تراجع هذا العدد ليلعب 331285 مشتركاً في نهاية الربع الثالث من سنة 2010.

رابعاً: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية

يعود إنشاء أول صندوق استثمار إسلامي في السعودية إلى سنة 1987 بإنشاء صندوق الأهلي للتجارة العالمية من طرف بنك الأهلي التجاري ويعمل الصندوق على المتاجرة بالأسهم في إطار الشريعة الإسلامية¹، ثم تنامت وازدهرت صناعة الصناديق الإسلامية في السعودية مع ارتفاع الطلب عليها مما حدا بالكثير من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية لتلبية الطلب المتزايد عن طريق إنشاء صناديق جديدة أو تحويل صناديق قائمة أصلاً لتعمل بحسب الضوابط الشرعية، وفيما يلي بيان بأعداد صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي حتى تاريخ 2011/06/16:

الجدول رقم (3-3): توزيع الصناديق الإسلامية بسوق الأسهم السعودي

المدير	عدد الصناديق الإسلامية
الأهلي المالية	22
جدوى للاستثمار	14
الراجحي المالية	14
إتش إس بي سي العربية المحدودة	13
الرياض المالية	12
السعودي الهولندي المالية	10
كام السعودي الفرنسي	09
سامبا	07
فالكم للخدمات المالية	07
الجيرة كابيتال	05
المستثمر للأوراق المالية	02
التوفيق المالية	04
الخبير المالية	01
شركة الأول للخدمات المالية	02
مجموعة كسب المالية	04
الإيماء للاستثمار	02
البلاد للاستثمار	05
العربي الوطني للاستثمار	06
مجموعة بحيت الاستثمارية	01
الشرق الأوسط للاستثمار المالي	02
صائب بي إن بي باريا لإدارة الأصول	05

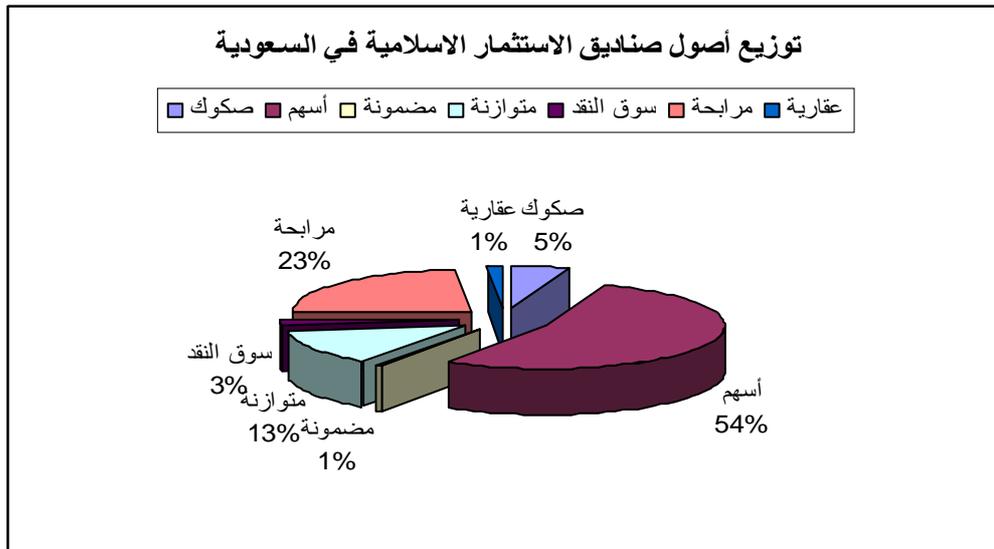
¹ Rodney Wilson, **The Development of Islamic finance in GCC**, Working Paper in Kuwait Programme on development, Governance and Globalisation in the Gulf States, kuwait, 2009, p14

01	بيت الاستثمار العالمي السعودي
02	شعاع كابيتال
04	خليجية إنفست
154	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على موقع سوق الأسهم السعودي: <http://www.tadawul.com>

يمثل الجدول السابق توزيع الصناديق الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي، إذ تمثل الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 64.34% من إجمالي الصناديق المتداولة في السوق البالغ 240 صندوقاً، وتتنوع استثمارات هذه الصناديق بين عدة مجالات استثمارية مختلفة كما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم (3-4): توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية



المصدر: تم إعداد الشكل اعتماداً على موقع سوق الأسهم السعودي: <http://www.tadawul.com>

يظهر من الشكل أن الصناديق الإسلامية في السعودية تركز على الاستثمار بقوة في قطاع الأسهم إذ تستحوذ هذه الأخيرة على نسبة 54% من عدد الصناديق، أما صناديق المراجعة فتأتي في المركز الثاني بنسبة 23%، يليها الصناديق المتوازنة بنسبة 13% في المركز الثالث، وباقي النسب تتوزع على: صناديق الصكوك بنسبة 5%، صناديق سوق النقد بنسبة 3%، صناديق عقارية بنسبة 1%.

المطلب الثاني: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يتم في هذا المطلب التطرق لأداء عينة من صناديق الاستثمار لكل من مصرف الراجحي، صناديق شركة جدوى للاستثمار، وصناديق شركة إتش إس بي سي العربية المحدودة للاستثمار.

الفرع الأول: صناديق مصرف الراجحي

بدأ مصرف الراجحي أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم نشاطه عام 1957م، ويتمتع مصرف الراجحي بخبرة تمتد لأكثر من 50 عاماً في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية. وقد شهد عام 1978م دمج مختلف المؤسسات التي تحمل اسم الراجحي تحت مظلة واحدة في شركة الراجحي المصرفية للتجارة، وفي عام 1988 تم تحويل المصرف إلى شركة مساهمة سعودية عامة. وبما أن المصرف يركز إلى مبادئ المصرفية الإسلامية بشكل أساسي، فهو يلعب دوراً رئيسياً وأساسياً في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلاً معايير صناعية وتنموية يحتذى بها. يتمتع مصرف الراجحي، بمركز مالي قوي وهو يدير أصولاً بقيمة 184 مليار ريال سعودي (حوالي 49 مليار دولار أمريكي) وفق بيانات المصرف في 2010/12/31، ويبلغ رأس ماله 15 مليار ريال سعودي (حوالي 4 مليارات دولار)¹.

أولاً: صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع - دولار أمريكي

أنشأ في 1990/12/14، الغرض من الاستثمار في هذا الصندوق هو تحقيق زيادة في رأس المال والسيولة عن طريق توظيف الأصول في عمليات متاجرة منخفضة المخاطر، لتحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد والسيولة المتحققة من استثمار أصوله مع أطراف حسنة السمعة وذات الملائة من الناحية المالية من خلال صفقات تجارية تتم في البضائع بطريقة موافقة للمعايير الشرعية الخاصة بمدير الصندوق بأسلوب المضاربة الشرعية. والصفقة التي تعقد لشراء مجموعة متنوعة من السلع التي تضم بضائع و مواد خام باستثناء الذهب والفضة يقصد منها إعادة البيع بسعر أعلى على أساس الدفع المؤجل على مدد قصيرة ومتوسطة حسب الحاجة. والجدول الآتي يتضمن تطور أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-4): تطور معدل أداء صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع - دولار أمريكي

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	% 4.65	% 4.34	% 2.94	% 1.37	% 1.08

المصدر: Alrajhi Capital, Mutual Funds Report, february 2011, p05

ثانياً: صندوق الراجحي المتوازن الأول

يهدف الاستثمار في هذا الصندوق إلى تحقيق توازن بين تنمية رأس المال والمحافظة عليه عن طريق توزيع الأصول في صناديق المتاجرة بالبضائع وصناديق الاستثمار في الأسهم، ولتحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار في مجموعة مختارة من صناديق الراجحي للأسهم والبضائع. كما يوفر الصندوق السيولة النقدية اللازمة للمستثمرين. ويسعى الصندوق لتحقيق نمو

¹ شركة الراجحي للاستثمار، على الموقع www.alrajhibanc.com ، تاريخ الاطلاع 2011/06/15.

مقارب للمؤشرات الإرشادية كمؤشر داو جونز للأسواق المالية الإسلامية. وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 4.19% في نهاية سبتمبر 2010 وفق ما يظهره الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-5): تطور معدل أداء صندوق الراجحي المتوازن الأول

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	% 2.40	% 10.43	-% 10.41	% 9.93	% 4.19

المصدر: Alrajhi Capital, Mutual Funds Report, february 2011, p07

ثالثاً: صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والإسمنت

أنشأ في 2007/08/20، يعتبر قناة استثمارية مناسبة للمستثمرين من أفراد وشركات الراغبين في تحقيق نمو لرأسمالمهم من خلال استثمارات طويلة الأجل في أسهم الشركات العاملة في قطاعي البتروكيماويات والإسمنت من بين الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي ويقوم الاستثمار في هذا الصندوق في إطار أحكام الشريعة الإسلامية. والجدول الآتي يوضح تطور أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-6): تطور معدل أداء صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والإسمنت

السنوات	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	% 25.19	-% 46.75	% 27.50	% 13.83

المصدر: Alrajhi Capital, Mutual Funds Report, op-cit, p03

الفرع الثاني: صناديق شركة جدوى للاستثمار

جدوى للاستثمار شركة مساهمة سعودية مقفلة تمارس أعمالها في المملكة العربية السعودية بناءً على ترخيص صادر عن هيئة السوق المالية بتاريخ 2006-08-21 م يجيز للشركة التعامل بصفة وكيل والتعهد بالتغطية، والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في قطاع الأسهم. وتمارس جدوى للاستثمار جميع أنشطتها وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية¹.

أولاً: صندوق جدوى للمراجحة بالدولار

أنشأ الصندوق في 2007/06/30، يهدف الصندوق إلى تحقيق عائد سوقي من خلال الاستثمار في عمليات المراجحة قصيرة الأجل المتوافقة مع أحكام هيئة الرقابة الشرعية. كما يهدف إلى توفير السيولة لملاك الوحدات. تستثمر أصول الصندوق في عمليات متاجرة متنوعة منخفضة المخاطر، من خلال المتاجرة مع

¹ موقع شركة جدوى للاستثمار: <http://jadwa.com>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/06.

شركاء مرموقين ذوي سمعة جيدة وملاءة مالية عالية، ولا يتجاوز متوسط فترة استحقاق محفظة الصندوق سنة واحدة. وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 0.49% في نهاية عام 2010¹.

ثانياً: صندوق جدوى للأسهم العالمية

أنشأ الصندوق في 2007/12/31 من أجل تنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم العالمية بما يتوافق مع ضوابط الهيئة الشرعية كما يستثمر أصوله في صندوق الأسهم العالمية المصدر من قبل شركة رسل بما يتوافق مع الضوابط الشرعية، وقد حقق عائداً بلغ 38.51% في نهاية عام 2010².

ثالثاً: صندوق جدوى للصكوك العالمية

أنشأ في 2007/10/08، يهدف الصندوق إلى تحقيق عوائد سوقية من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من الصكوك المحلية والإقليمية والعالمية. يستثمر الصندوق أصوله بشكل أساسي في محفظة متنوعة من الصكوك العالمية الحكومية وشبه الحكومية والمصدرة من قبل الشركات والصكوك القابلة للتحويل. بالإضافة إلى الصكوك فيمكن الصندوق أن يستثمر في عمليات تمويل المشاريع والتمويل المركب شريطة التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كما يستثمر الفائض النقدي للصندوق، متى ما وجد، في صفقات مراجعة قصيرة الأجل. وبلغ عائد الصندوق 10.81% في نهاية عام 2010³.

الفرع الثالث: صناديق شركة إتش أس بي سي العربية المحدودة للاستثمار

شركة إتش أس بي سي السعودية المحدودة بصفتها مزوداً موثوقاً لحلول مالية واستثمارية وإستراتيجية متطورة، هي أول بنك استثماري مستقل يقدم خدمات متكاملة في المملكة العربية السعودية ومرخص من قبل هيئة السوق المالية في المملكة. وتوفر إدارة الخدمات المصرفية الشخصية مجموعة متكاملة من الخدمات لتلبية كافة الاحتياجات المالية. هذا الاندماج والمعروف بشركة مملوكة بنسبة 60% مجموعة هونغ كونغ شنغهاي المصرفية القابضة HSBC و 40% لـ ساب⁴.

أولاً: صندوق إتش أس بي سي أمانة للأسهم السعودية

تم إنشاء الصندوق في 2004/05/01 يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو رأس المال على المدى البعيد من خلال الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في سوق الأسهم السعودية. ويسعى الصندوق لتحقيق أهدافه من خلال الإدارة النشطة لمحفظة أسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية. ويلتزم

¹ Jadwa Global Sukuk Fund, report 28 february 2011, p9.

² Jadwa World Equity Fund, report 28 february 2011, p6.

³ Jadwa Saudi Riyal Murabaha Fund, Report 28 february 2011, p1.

⁴ موقع شركة إتش أس بي سي العربية المحدودة للاستثمار : <http://HSBC.com> ، تاريخ الاطلاع: 2011/05/06.

الصندوق التزاماً تاماً بتعليمات الاستثمار الشرعية المعتمدة من قبل اللجنة الشرعية للصندوق، وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 13.31% في نهاية سنة 2010¹.

ثانياً: صندوق إتش أس بي سي أمانة للأسهم الأوروبية

أنشأ الصندوق في 20 مارس 2007، يسعى الصندوق لتحقيق زيادة في رأس المال على المدى البعيد من خلال الاستثمار في محفظة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة أو التي يتم تداولها في أسواق المال الأوروبية وتستهدف تحقيق عوائد أعلى من المتوسط. وقد بلغ عائد الصندوق 5.58% في نهاية عام 2010 وفق ما يظهره الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-7): تطور معدل أداء صندوق إتش أس بي سي أمانة للأسهم الأوروبية

السنوات	2008	2009	2010
معدل العائد	13.28 % -	28.71 %	5.58 %

المصدر: HSBC Amanah Pan-European Equity Fund – PPF, Report of 31 January 2011, p1

ثالثاً: صندوق إتش أس بي سي لأسهم الأسواق الناشئة

تم إنشاؤه في 06 مارس 2008 يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو رأس المال على المدى البعيد من خلال الاستثمار في محفظة واسعة التنوع من الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة رسمياً في الأسواق المالية الرئيسية أو أية أسواق منظمة أخرى في البلدان الناشئة وأيضاً في أسهم الشركات المدرجة والأسواق المنظمة التي تنفذ جزءاً كبيراً من أنشطتها الاقتصادية في أي سوق ناشئة. وقد بلغ معدل أداء الصندوق خلال 2009 و2010 حوالي 81.80% و15.73% على التوالي².

وقد تناولت دراسة لـ *Hesham Merdad, Kabir Hassan, & Yasser Alhenawi* سنة 2010 تقييم أداء صناديق شركة إتش أس بي سي خلال الفترة من 2003 إلى جانفي 2010، ومقارنة أداء الصناديق التقليدية مع الصناديق الإسلامية للشركة، وتم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-8): تقييم أداء صناديق شركة إتش إس بي سي العربية المحدودة للاستثمار

الفترة	جانفي 2003 - جانفي 2010 (فترة الدراسة)	جانفي 2005 - فيفري 2006 (فترة صعود الأسواق)	مارس 2006 - سبتمبر 2008 (فترة هبوط الأسواق)	سبتمبر 2008 - جانفي 2010 (فترة الأزمة المالية)
معدل العائد للصناديق	11.15 %	58.52 %	29.88 % -	19.74 % -

¹HSBC Amanah Saudi Equity Fund – ASF, Report of 31 January 2011.p02.

² HSBC Amanah Global Emerging Markets, Equity Fund – GEM , Report of 31 January 2011, p2.

				الإسلامية
%-26.29	% -30.56	%78.68	% 24.07	معدل العائد للصناديق التقليدية

المصدر: Hesham Merdad, M. Kabir Hassan, Yasser Alhenawi, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study**, J.KAU: Islamic Economy., Vol. 23 N°. 2: (2010 A.D./1431 A.H.), p177.

ومن الجدول تم استخلاص النتائج الآتية:¹

- الأداء المتفوق للصناديق التقليدية يكون في فترة صعود الأسواق.
- الصناديق الإسلامية أكثر مخاطرة في فترة صعود الأسواق.
- كلا النوعين من صناديق الاستثمار لا يحقق عوائد إيجابية أثناء فترة هبوط الأسواق، إلا أن الصناديق الإسلامية تتفوق بالأداء على نظيرتها التقليدية في فترات الهبوط وفي فترة الأزمة المالية. ويعود ذلك إلى أن مدراء المحافظ الإسلامية يملكون قدرة جيدة على توقيت السوق واختيار الأصول في فترات الهبوط بينما مدراء المحافظ التقليدية يملكون قدرة جيدة على توقيت السوق واختيار الأصول في فترات الصعود. وكانت أهم الدروس المستفادة من الدراسة العملية هذه هو أن الصناديق الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوطاً جيداً في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار الأصول.

المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأسهم السعودي

سيتم في هذا المطلب تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي سواء كانت صناديق تقليدية أو إسلامية، ونظراً لتعدد أنواع صناديق الاستثمار في السعودية يتم الاقتصار على تقييم كل من صناديق الأسهم، صناديق السندات الدولية، صناديق أسواق النقد، والصناديق المتوازنة. سيتم الاعتماد على مؤشر شارب لتقييم أداء صناديق الاستثمار من بين المؤشرات الأخرى التي تم التطرق لها في الفصل الأول وذلك للأسباب الآتية:²

- توافر البيانات الضرورية من أجل إجراء التقييم، من حيث معدل الأداء السنوي، لمدة عام أو عامين أو أكثر لعدد كبير من صناديق الاستثمار.

¹ Hesham Merdad, M. Kabir Hassan, Yasser Alhenawi, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds performance in Saudi Arabia: A Case Study**, op-cit, p198.

² خالد بن علي ثويني النبيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)، مرجع سبق ذكره، ص269.

- يعد مؤشر شارب أدق من مؤشر ترينور، نظراً لأنه يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية وليس المخاطر المنتظمة مثل مؤشر ترينور.
- الصعوبة النسبية في تطبيق نموذج فاما أو جنسن لأن المحافظ تشكل أكثر من 30% من صناديق الاستثمار المحلية بأنواعها، ولا يمكن معرفة عائد السوق بالنسبة للمحافظ الاستثمارية بشكل دقيق، بالنظر إلى أن مدير المحفظة يغير توزيع أصوله بصفة مستمرة، مما يؤدي إلى تغيير العائد المرجعي أو الاسترشادي لمحفظة السوق، وتغير معدل العائد الخالي من المخاطر.
- لمعرفة حجم المخاطر يتم حساب معامل التذبذب عن طريق حساب الانحراف المعياري لسعر الصندوق، ويتم الحصول على قيمة المقياس من 1 إلى 20 والتي تقابل القيمة من 0 إلى 50%، فإذا كان معدل التذبذب يساوي 10 على سبيل المثال فهذا يعني أنه يعادل 25% من الانحراف المعياري وتم تحديد الفترة بـ 5 سنوات من 2006/12/31 إلى 2010/12/31 ويتم حساب معامل التذبذب عادة بحساب المعادلة الآتية:

$$\text{معامل التذبذب} = \frac{40 \times \sqrt{\frac{\sum X^2 - \frac{(\sum X)^2}{n}}{n}}}{\frac{\sum X}{n}}$$

حيث: X تمثل سعر الصندوق، n : عدد السنوات

الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم المحلية

يتم في ما يلي تقييم أداء صناديق الأسهم المحلية على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-9): تقييم أداء صناديق الأسهم المحلية

اسم الصندوق	المدير	الفترة	التذبذب	شارب-12*	شارب-24	شارب-60
جلوبل للأسهم السعودية	بيت الاستثمار العالمي السعودي		2.5	11.34	-	-
جلوبل للأسهم السعودية- النور	بيت الاستثمار العالمي السعودي	موافق الشريعة	2.5	8.576	-	-
الراجحي للأسهم المحلية	الراجحي المالية	موافق الشريعة	15.424	2.105	4.533	3.577

¹ لا يشمل التقييم الصناديق التي أنشأت خلال سنة 2010، وذلك لأجل تسهيل عملية مقارنة الأداء عبر السنوات.

* شارب-12: [يساوي سعر الصندوق الحالي (2010/12/31) - سعر الصندوق قبل 12 شهراً (2009/12/31)] / معامل التذبذب.

شارب-24: [يساوي سعر الصندوق الحالي - سعر الصندوق قبل 24 شهراً (2008/12/31)] / معامل التذبذب. وهي الفترة التي شهدت أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008.

شارب-60: [يساوي سعر الصندوق الحالي - سعر الصندوق قبل 60 شهراً (2006/12/31)] / معامل التذبذب.

0.114	2.522	1.382	5.94		العربي الوطني للاستثمار	العربي للأسهم السعودية
-4.778	2.088	1.292	13.174	موافق الشريعة	الجزيرة كابيتال	الطيبات للأسهم السعودية
0.287	1.335	0.480	22.331		إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	الاستثمار في الأسهم السعودية
0.674	1.435	0.569	18.230		إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	المتاجرة في الأسهم السعودية
0.719	1.757	0.950	10.086	موافق الشريعة	العربي الوطني للاستثمار	المبارك للأسهم السعودية
-1.040	1.88	1.06	8.38		سامبا الأصول وإدارة للاستثمار	المساهم
1.916	1.590	2.296	21.532		كام السعودي الفرنسي	الاستثمار السعودي
-	0.240	0.075	11.075	موافق الشريعة	الراجحي المالية	أسهم البتروكيماويات والاسمنت
0.0007	0.030	0.009	12.775	موافق الشريعة	الأهلي المالية	أسهم الشركات السعودية المتوسطة
-0.065	0.080	0.035	11.017		السعودي الهولندي المالية	أسهم المؤسسات المالية السعودية
-0.005	-0.003	-0.001	6.13	موافق الشريعة	الأهلي المالية	الأهلي النشط للمتاجرة في الأسهم
-	-	0.02	2.5	موافق الشريعة	شركة الأول للخدمات المالية	الأول للأسهم السعودية
0.016	0.109	0.043	20.743	موافق الشريعة	كام السعودي الفرنسي	الصفاء لتجارة الأسهم السعودية
-0.065	0.080	0.035	11.017	موافق الشريعة	العربي الوطني للاستثمار	المبارك للأسهم السعودية النقية
-	-	0.412	2.5	موافق الشريعة	المستثمر للأوراق المالية	المستثمر الحر للأسهم السعودية
-	0.046	0.016	11.34	موافق الشريعة	مجموعة بحيت الاستثمارية	بحيت للمتاجرة بالأسهم السعودية
-	-	3.152	2.5	موافق الشريعة	جدوى للاستثمار	جدوى لمؤشر الأسهم السعودية
-	-	0.512	2.5	موافق الشريعة	رسملة للاستثمار السعودية	رسملة للأسهم السعودية
		-0.056	2.5	موافق الشريعة	البلاد للاستثمار	أصايل
-0.081	-0.575	0.2	9.723	موافق الشريعة	اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة	أمانة للأسهم السعودية
-1.296	-0.840	-1.322	33.249		السعودي الهولندي المالية	الأسهم السعودية
0.011	0.127	0.049	17.965	موافق الشريعة	الأهلي المالية	الأهلي النشط للمتاجرة بالأسهم السعودية
0.009	0.086	0.031	21.424	موافق الشريعة	الرياض المالية	الرياض للأسهم 2
0.056	0.308	0.127	9.484		الرياض المالية	الرياض للأسهم 1

-	-	0.128	2.5	موافق الشريعة	سامبا للأصول وإدارة للاستثمار	العقاري
0.045	0.171	0.060	19.098		سامبا الأصول وإدارة للاستثمار	الفريد
-0.296	0.198	0.0637	14.282		إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	المؤسسات المالية
-0.116	0.126	0.048	17.965	موافق الشريعة	الأهلي المالية	صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم
-	-	0.96	2.5	موافق الشريعة	السعودي الهولندي المالية	اليسر للأسهم السعودية
-0.112	0.132	0.052	13.921		المجموعة المالية هيرميس السعودية	إي أف جي هيرميس السعودي
-	-	-2.7	2.5	موافق الشريعة	جدوى للاستثمار	جدوى للأسهم السعودية
-	-	1.568	11.632		رنا للاستثمار	رنا للأسهم السعودية
-0.222	1.926	0.706	20.392		صائب بي إن بي بارينا لإدارة الأصول	صائب للأسهم السعودية
-3.390	0.941	0.1592	21.348	موافق الشريعة	صائب بي إن بي بارينا لإدارة الأصول	صائب للشركات السعودية
-	-	3.863	2.5	موافق الشريعة	فالكلم للخدمات المالية	فالكلم للطروحات الأولية
-	0.391	0.1	7.849	موافق الشريعة	مجموعة كسب المالية	كسب الأسهم السعودية
-	-	0.372	2.5	موافق الشريعة	عوده كابيتال	مؤشر الصفوة
-	-	0.168	2.5		وطن للاستثمار وأعمال الأوراق المالية	وطن للأسهم المحلية
-	0.042	0.012	12.37	موافق الشريعة	فالكلم للخدمات المالية	فالكلم للأسهم السعودية
-	0.106	0.037	21.688		اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة	مؤشر الأسهم السعودية

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

يوضح الجدول السابق أن أداء صندوق جلوبل للأسهم السعودية هو الأفضل خلال فترة عام بتسجيله معدل أداء بلغ 11.34 يليه صندوق جلوبل للأسهم السعودية (النور) المتوافق مع الشريعة بقيمة 8.57، كما يوضح تحقيق صندوق الراجحي للأسهم المحلية أفضل أداء خلال فترة عامين وخمس السنوات بتسجيله أعلى قيمة لمؤشر شارب بلغت 4.53 و 3.57 على التوالي، يليه صندوق العربي للأسهم السعودية بقيمة 2.52، بينما يحتل صندوق الطيبات للأسهم السعودية المركز الثالث بقيمة 2.08. مما يعني تفوق أداء صناديق الأسهم الإسلامية المحلية على أداء صناديق الأسهم التقليدية في مرحلة الأزمة المالية.

الفرع الثاني: تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية

يتضمن الجدول التالي تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-10): تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية

اسم الصندوق	المدير	الفئة	التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
جدوى للأسهم الإفريقية	جدوى للاستثمار		16.574	2.683	1.23	-
الراجحي للأسهم العالمية	الراجحي المالية	موافق الشرعية	12.36	0.668	4.514	1.130
الراجحي للأسهم الشركات العالمية للنمو	الراجحي المالية	موافق الشرعية	12.581	1.960	4.262	1.406
جدوى للأسهم الناشئة	جدوى للاستثمار	موافق الشرعية	4.601	0.082	0.354	2.097
الخير للأسهم	الجزيرة كابيتال	موافق الشرعية	12.728	0.482	1.716	-0.618
صائب للأسهم العالمية	صائب بي آن بي بارييا لإدارة الأصول		11.265	1.137	3.67	-0.618
جدوى للأسهم العالمية	جدوى للاستثمار	موافق الشرعية	9.723	1.085	2.713	-
الأهلي للمتاجرة بالأسهم العالمية	الأهلي المالية	موافق الشرعية	12.894	0.018	0.062	-0.009
الأهلي للمتاجرة بالأسهم الناشئة	الأهلي المالية	موافق الشرعية	15.366	0.015	0.0436	-
أمانة للأسهم الأوروبية	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة		17.241	0.026	0.160	-
إتش أس بي سي لأسهم الصين والهند المرن	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة		23.040	0.06	0.508	0.242
إتش أس بي سي لأسهم الأسواق الناشئة	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة		13.984	0.0943	0.235	-
الأهلي للعقار العالمي	الأهلي للمالية		11.641	0.0103	0.029	-
الموارد الطبيعية	الرياض المالية		11.695	0.088	0.279	-
أموال	البلاد للاستثمار	موافق الشرعية	17.447	0.0017	0.0017	-0.014
الراجحي للمتوازن الأول	الراجحي المالية	موافق الشرعية	4.235	0.018	0.061	0.056
الصندوق الدولي	الراجحي المالية		11.331	0.092	0.320	-0.133
المتاجرة بأسهم الشركات الصاعدة	الأهلي المالية		10.783	0.027	0.073	0.005

-	0.545	-0.663	4.234		الأهلي المالية	المتاجرة بالأسهم الآسيوية
-	0.469	0.1	15.282		إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	أمانة لأسهم آسيا والحيط الهادي
-3.359	0.366	0.111	11.096		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الأسهم الدولية
0.071	0.440	0.149	12.881		الرياض المالية	الأسهم العالمية
0.023	0.281	0.063	11.440		إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	الأمانة لمؤشر الأسهم العالمية
-0.024	0.257	0.157	10.825		الرياض المالية	الاتصالات
0.07	0.274	0.1	16.194		الرياض المالية	التكنولوجيا
0.090	0.372	0.125	12.61	موافق الشريعة	العربي الوطني للاستثمار	المبارك للأسهم العالمية
0.372	0.666	0.175	14.844		الرياض المالية	المستقبل للأسهم
0.027	0.226	0.058	12.41	موافق الشريعة	سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	متاجرة الأسهم العالمية المنال

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

يوضح الجدول أن أداء صندوق جدوى للأسهم الإفريقية هو الأفضل خلال فترة عام بمعدل أداء بلغ 2.68% يليه صندوق الراجحي لأسهم الشركات العالمية للنمو بمعدل أداء بلغ 1.96%، كما يظهر الجدول تفوق صندوق الراجحي للأسهم العالمية بمعدل أداء 4.51% يليه صندوق الراجحي لأسهم الشركات العالمية للنمو بمعدل أداء 4.26% وذلك خلال فترة عامين، مما يدل على تفوق أداء صناديق الأسهم العالمية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على نظيرتها التقليدية خلال هذه الفترة والتي شهدت انفجار الأزمة المالية العالمية، أما خلال فترة خمس سنوات فيظهر الجدول تفوق أداء الصناديق الإسلامية على الصناديق التقليدية خلال هذه الفترة بالنظر إلى تحقيق صندوق جدوى للأسواق الناشئة لمعدل أداء بلغ 2.09 يليه صندوق الراجحي لأسهم الشركات العالمية للنمو لمعدل أداء بلغ 1.40.

الفرع الثالث: تقييم أداء صناديق الأسهم العربية

يتضمن الجدول التالي تقييم أداء صناديق الأسهم العالمية على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-11): تقييم أداء صناديق الأسهم العربية

اسم الصندوق	المدير	الفترة	التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
جدوى للأسهم الخليجية	جدوى للاستثمار	موافق الشريعة	10.847	2.007	4.321	-

-	4.151	1.8868	11.120	موافق الشريعة	جدوى للاستثمار	جدوى لأسواق الأسهم العربية
-0.721	2.020	1.074	19.840		صائب بي أن بي باريا لإدارة الأصول	صائب للأسهم الخليجية
0.970	1.216	0.670	15.039	موافق الشريعة	الراجحي المالية	الراجحي للأسهم الخليجية
0.172	0.165	0.082	16.251	موافق الشريعة	سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الرائد الخليجي
0.031	0.118	0.067	19.083	موافق الشريعة	كام السعودي الفرنسي	الدانة للمتاجرة بالأسهم الخليجية
-0.076	0.742	0.362	23.951	موافق الشريعة	صائب بي أن بي باريا لإدارة الأصول	صائب للشركات الصناعية الخليجية
0.027	0.086	0.043	22.442	موافق الشريعة	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	أمانة للأسهم الخليجية
-0.056	0.069	0.0400	18.820	موافق الشريعة	الرياض المالية	الرياض الخليجي
-0.019	-0.008	0.002	18.891	موافق الشريعة	البلاد للاستثمار	السيف
-0.033	-0.002	-0.002	17.981	موافق الشريعة	البلاد للاستثمار	صندوق عقار
-	-	0.119	2.5	موافق الشريعة	السعودي الهولندي المالية	الأسهم الخليجية
-	0.137	0.060	16.345		عوده كاييتال	الفرص العربية
0.060	0.126	0.061	21.540		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	المساهم الخليجي
-	-	0.095	2.5	موافق الشريعة	السعودي الهولندي المالية	اليسر للأسهم الخليجية
-	-0.538	-0.618	10.729	موافق الشريعة	الأهلي المالية	المتاجرة بالأسهم الخليجية

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

يوضح الجدول تفوق أداء صناديق الأسهم العربية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على نظيرتها التقليدية، وكان أداء صندوق جدوى للأسهم الخليجية هو الأفضل خلال فترة سنتين بتحقيقه أعلى قيمة لمؤشر شارب قدرت بـ 4.32، يليه صندوق جدوى لأسواق الأسهم العربية في المركز الثاني بقيمة 4.15 وصندوق صائب للأسهم الخليجية في المركز الثالث بقيمة 2.02، كما يوضح تحقيق صندوق الراجحي للأسهم الخليجية المتوافق مع الشريعة أفضل أداء خلال فترة خمس سنوات بقيمة 0.97.

الفرع الرابع: تقييم أداء صناديق السندات الدولية

يتضمن الجدول التالي تقييم أداء صناديق السندات الدولية على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-12): تقييم أداء صناديق السندات الدولية

اسم الصندوق	المدير	الفترة	التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
جدوى للصكوك العالمية	جدوى للاستثمار	موافق الشريعة	21.688	0.870	1.596	-
العربي للسندات الدولية	العربي الوطني للاستثمار		5.679	0.079	0.413	0.392
السندات الدولية	سامبا للأصول وإدارة الاستثمار		4.099	-0.026	-0.023	-0.024
السندات الدولية	الرياض المالية		4.423	0.052	0.348	0.228
السندات بالدولار	الرياض المالية		4.546	0.134	0.305	0.044
فالكم للصكوك بالريال السعودي	فالكم للخدمات المالية	موافق الشريعة	3.8	-10.40	0.326	-

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

يظهر الجدول تفوق صندوق جدوى للصكوك العالمية وهو صندوق متوافق مع الشريعة على أداء صناديق السندات الأخرى إذ حقق أفضل أداء خلال فترة عامين بقيمة 1.59، بينما حاز أداء صندوق العربي للسندات الدولية المركز الأول خلال فترة خمس سنوات بقيمة 0.39، يليه صندوق الرياض للسندات الدولية بقيمة 0.22.

الفرع الخامس: تقييم أداء صناديق أسواق النقد

يتضمن الجدول التالي تقييم أداء صناديق أسواق النقد على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-13): تقييم أداء صناديق أسواق النقد

اسم الصندوق	المدير	الفترة	التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
الأهلي للاستثمار الوطني	الأهلي المالية		3.654	0.965	-	-
الرياض للنقد بالريال	الرياض المالية		5.647	0.896	0.131	-
اليسر للمراجعة والصكوك	السعودي الهولندي المالية	موافق الشريعة	2.864	0.223	0.757	-
العربي لسوق النقد الأمريكي	العربي الوطني للاستثمار		4.096	0.007	0.031	0.261
أسواق النقد الدولية	سامبا للأصول وإدارة الاستثمار		11.872	-0.025	-0.543	-0.818
الدرة للسيولة بالدولار	مجموعة التوفيق المالية	موافق الشريعة	2.5	0.004	-	-
الرزين دولار	سامبا للأصول وإدارة		4.179	0.043	0.124	0.576

					الاستثمار	
0.287	0.049	0.013	3.866		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الريزبن باليورو
0.557	0.116	0.018	4.303		الرياض المالية	الرياض للنقد بالدولار
-	-	0.158	2.654	موافق الشريعة	الأهلي المالية	الأهلي للمراجحة بالريال السعودي
0.312	0.063	0.028	4.258		العربي الوطني للاستثمار	العربي لسوق النقد السعودي
0.412	0.080	0.021	4.244		السعودي الهولندي المالية	أسواق المال بالريال
-	-	0.025	5.324		كام السعودي الفرنسي	الأسواق المالية بالريال
-	0.013	0.238	3.871	موافق الشريعة	الأهلي المالية	الأهلي للصدقات
-	-	0.016	2.5		مجموعة التوفيق المالية	الدرة للسيولة ر.س
0.656	0.167	0.062	4.476		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الريزبن ريال

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

من الجدول السابق يلاحظ تحقيق صناديق أسواق النقد السعودية لمستويات متقاربة لمعدل الأداء وقد جاء صندوق الأهلي للاستثمار الوطني في مقدمة الأداء خلال فترة عام بتسجيله قيمة 0.96 لمؤشر شارب، يليه صندوق الرياض للنقد بالريال بقيمة 0.89، بينما حاز صندوق اليسر للمراجحة والصكوك أفضل أداء خلال فترة عامين بقيمة 0.75. مما يدل على تفوق صناديق أسواق النقد الإسلامية على نظيرتها التقليدية خلال الأزمة المالية.

الفرع السادس: تقييم أداء الصناديق المتوازنة

يتضمن الجدول التالي تقييم أداء الصناديق المتوازنة على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-14): تقييم أداء الصناديق المتوازنة

اسم الصندوق	المدير	الفئة	التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
جدوى للنمو	جدوى للاستثمار	موافق الشريعة	12.280	1.393	3.320	-
جدوى المتوازن	جدوى للاستثمار	موافق الشريعة	7.078	1.130	3.099	-
الأمان المتعدد الأصول	السعودي الهولندي المالية		2.612	0.007	2.293	2.446
جدوى المحافظ	جدوى للاستثمار	موافق الشريعة	3.988	0.964	1.530	-
الشامخ	الرياض المالية		12.46	1.347	0.941	1.195
أمانة الدفاعي	إتش أس بي سي العربية	موافق الشريعة	5.992	0.058	0.252	0.166

					السعودية المحدودة	للأصول المتنوعة
0.066	0.263	0.070	14.497	موافق الشريعة	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	الأمانة المتنامي للأصول المتنوعة
0.110	0.277	0.068	10.294	موافق الشريعة	إتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة	الأمانة المتوازن للأصول المتنوعة
0.100	0.161	0.064	11.418		الرياض المالية	الدخل المتوازن
-	-	0.124	2.5	موافق الشريعة	فالكم للخدمات المالية	فالكم متعدد الأصول
-0.951	-0.129	-0.006	4.961		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الدولي المتوازن متوسط الأجل
-0.815	0.103	-0.0006	14.626		سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	الدولي المتوازن طويل الأجل
-0.143	0.285	0.059	12.127	موافق الشريعة	السعودي الهولندي المالية	اليسر الطموح المتعدد الأصول
0.078	0.457	0.172	12.104	موافق الشريعة	الرياض المالية	الشامخ المتفق مع الشريعة
0.024	0.465	0.159	8.633		الرياض المالية	الشجاع
0.773	0.635	0.814	20.05	موافق الشريعة	الرياض المالية	الشجاع المتفق مع الشريعة
0.125	0.427	0.164	7.658		الرياض المالية	المقدام
0.204	0.444	0.174	7.286	موافق الشريعة	الرياض المالية	المقدام المتفق مع الشريعة
0.301	0.173	0.665	4.150		الرياض المالية	الهادئ
0.287	0.174	0.054	4.592	موافق الشريعة	الرياض المالية	الهادئ المتفق مع الشريعة
0.019	0.029	0.007	4.152	موافق الشريعة	الأهلي المالية	محفظة المنارة للنمو المتحفظ
0.005	0.027	0.008	7.920	موافق الشريعة	الأهلي المالية	محفظة المنارة للنمو المتوازن
-	0.034	0.010	10.562	موافق الشريعة	الأهلي المالية	محفظة المنارة للنمو المرتفع
-3.707	-3.476	-3.698	29.221	موافق الشريعة	السعودي الهولندي المالية	اليسر الأمان متعدد الأصول
-6.108	-3.940	-5.312	31.560		السعودي الهولندي المالية	الطموح المتعدد الأصول
0.259	0.434	0.0981	5.198		العربي الوطني للاستثمار	العربي المتوازن
-0.068	0.258	0.228	3.681		العربي الوطني للاستثمار	العربي المحافظ
-	0.611	0.131	6.163		العربي الوطني للاستثمار	العربي للنمو

-4.932	-4.056	-4.779	31.180		السعودي المولندي المالية	الميزان المتعدد الأصول
-0.005	0.217	0.076	9.832		صائب بي إن بي باريبا لإدارة الأصول	صناديق صائب

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الموحدة على موقع تداول للسوق المالي السعودي

<http://www.tadawul.com>

يوضح الجدول السابق تفوق أداء صندوقي جدوى للاستثمار المتفقيين مع الشريعة، وقد حقق صندوق جدوى للنمو أفضل أداء يليه صندوق جدوى المتوازن وذلك بتسجيلهما أعلى قيمة لمؤشر شارب خلال فترة عامين والمقدرتين بـ 3.32 و 3.09 على التوالي، مما يعني تفوق أداء الصناديق المتوازنة الإسلامية على الصناديق المتوازنة التقليدية خلال الأزمة المالية العالمية، كما يوضح الجدول تحقيق صندوق الأمان المتعدد الأصول أفضل أداء خلال فترة خمس سنوات بقيمة 2.44 يليه صندوق الشامخ بقيمة 1.19 مما يدل على تفوق أداء الصناديق المتوازنة التقليدية على نظيرتها الإسلامية خلال هذه الفترة.

الفرع السابع: تقييم تجربة السعودية في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

أولاً: تحتل السعودية الصدارة عربياً في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية والمرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا، وتحوز على 147 صندوقاً تدير نحو 18 مليار دولار، وذلك في نهاية سنة 2009¹. وقد حققت كل من صناديق الأسهم، صناديق الصكوك، والصناديق المتوازنة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تفوقاً في الأداء على نظيرتها التقليدية خاصة خلال فترة الأزمة المالية.

ثانياً: حلت السعودية في المركز الثالث ضمن دول مجلس التعاون الخليجي من حيث عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وذلك في نهاية سنة 2010، بضمها 6 بنوك إسلامية مقابل 8 منافذ بالبنوك التقليدية، كما ضمت 21 شركة تمويل واستثمار لتحتل الثانية خليجياً من حيث عدد شركات الاستثمار والأولى خليجياً في عدد شركات التكافل بعد أن سجلت 28 شركة تعمل وفقاً للضوابط الشرعية². هذا التنوع كان له الأثر البالغ في توفر السعودية على عدة أدوات استثمارية شرعية من صكوك، أسهم، وغيرها الأمر الذي ساعد على عمل الصناديق الإسلامية من خلال تداول هذه الأدوات.

ثالثاً: تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية بوجود هيئات للرقابة الشرعية عليها تحوي كبار العلماء في العالم الإسلامي ممن لهم خبرة في الجوانب الفقهية. الأمر الذي أكسب هذه الصناديق مصداقية

¹ جريدة الشرق الأوسط، صناديق الاستثمار الإسلامية تتسيد السوق السعودية خلال الخمس سنوات المقبلة، العدد 11760، بتاريخ 2011/02/08.

² General Cancil for Islamic Banks And Financial Institution, **Islamic Finance In The Gulf Cooperation Cancil**, report 2010, P4.

أكثر من خلال زيادة الإقبال عليها، على اعتبار أنها بنيت على أسس اقتصادية سليمة ومنتينة، لهذا اهتم خبراء الاقتصاد في العالم كله بهذه الظاهرة وتجاربها وأوصوا بالاستفادة منها¹.

رابعاً: غالبية المستثمرين في المملكة العربية السعودية يفضلون المنتجات المالية الإسلامية، أي أنهم غالباً ما يفضلون خياراً إسلامياً على الخيارات التقليدية البديلة، حتى لو لم تكن العوائد المحتملة لخيارهم هي الأفضل.

خامساً: تدير صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية أكبر حجم من الأصول عالمياً، وذلك يعود لمزايا عدة تتوافر فيها، أبرزها الشريحة المسلمة الغنية والواسعة، إضافة إلى سياستها الضريبية الفريدة؛ فهي لا تفرض ضرائب على الشركات المحلية، لكن فقط على الشركات الأجنبية، ما عدا إذا كانت الشركة الأجنبية هي عبارة عن مستثمر أو مستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي ولديهم مشروع مشترك مع شركة سعودية. وبالتالي تخضع المؤسسة الأجنبية حينها لضرائب الزكاة فقط بدلا من الضرائب على الشركات.

سادساً: بالرغم من إيجابيات التجربة السعودية في مجال صناعة الصناديق الإسلامية إلا أن مطالعة سريعة على قوائم الصناديق الإسلامية بها والتي تزخر بالموارد المالية الضخمة والفوائض النقدية، لدليل على مدى انحراف هذه الصناديق عن تحقيق طموحات وتطلعات المجتمعات التي تعمل بها وانحيازها إلى تعظيم الأرباح دون النظر في مقاصد الشرع وحاجات مجتمعاتها، فجعل هذه الصناديق تستثمر إما في المراجحات التي تتم مع شركات عالمية في الأسواق الدولية أو في سوق الأسهم وكلها أنشطة غير منتجة.

المبحث الثالث: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

تعددت أنواع الصناديق في دولة الكويت حسب رغبات وأهداف المستثمرين وحاجاتهم وحسب الأسواق والأساليب التي تدار بها، لتحظى صناديق الاستثمار الإسلامية بحصتها في السوق بمعدلات نمو عالية تعزيراً للتوجه نحو الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل جاذب لرؤوس الأموال لإقامة مشاريع تطوير البنية التحتية والمشاريع الاستثمارية، وكذلك كعنصر مساعد لتنويع المحافظ الاستثمارية لدى المستثمرين.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار بالكويت وتطورها

¹ حمد بن عبد الرحمن الجنيديل، إيهاب حسين أبو دية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، دار جرير، عمان، الأردن، 2009، ص 57.

يتناول المطلب نشأة كل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار بالكويت بالإضافة إلى تطور عددها وحجم الأصول المستثمرة فيها وذلك حسب نوع القطاع.

الفرع الأول: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

ارتبط ظهور سوق الكويت للأوراق المالية بانتشار شركات المساهمة الكويتية، وتعود السوق الأولية للأسهم إلى عام 1952 عندما تم تأسيس بنك الكويت الوطني بوصفه أول شركة مساهمة كويتية عامة، أما السوق الأولية للسندات فهي ترجع إلى عام 1968 عندما طرحت ولأول مرة سندات البنك الدولي للإنشاء والتعمير، وفي عام 1975 تم طرح أول إصدار لسندات محلية لصالح بنك الكويت الصناعي بقيمة 5 مليون دينار كويتي بفائدة 6.5 % لمدة ثلاث سنوات وتم طرح الإصدار الثاني في عام 1976 لنفس البنك بقيمة 8 مليون دينار كويتي لمدة 5 سنوات وبفائدة 6.75 %¹.

وفي 14 أوت 1983 صدر مرسوم خاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق².

ونصت المادة الثانية من المرسوم على أنه يقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام هذا المرسوم "أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية أو غير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق"، وفي عام 2005 صدر المرسوم رقم 158 بتعديل حول هيئة سوق الأوراق المالية تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية وتنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها وتحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفر حماية للمتعاملين³.

الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار بالكويت

عرفت الكويت فكرة صناديق الاستثمار عام 1970 بعدما صدر نص القانون 32 لسنة 1970، بشأن تنظيم وتداول الأوراق المالية وجاء نص المادة الأولى ليؤكد أنه لا يجوز طرح أسهم أو سندات الشركات المؤسسة داخل الكويت أو خارجها للاكتتاب العام ولمزاولة عمليات بيعها بأية طريقة كانت، ولا تداول حصص استثمارية في صناديق الاستثمار إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من وزارة التجارة والصناعة. وتطبيقاً للنص فقد تأسست في عام 1976 المجموعة المالية الكويتية كمشروع مشترك بين البنك العقاري الكويتي وشركة مشاريع الكويت وبنك أوف أميركا، وبدأت هذه المجموعة نشاطها كشركة خدمات مالية ثم ما لبثت أن اتجهت إلى مجال إدارة الاستثمار، فمنذ عام 1985 أخذت الشركة تقبل محافظ

¹ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 108 - 110.

² خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار - عرض التجربة الكويتية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 109.

استثمارية من الغير لإدارتها لحسابه، كما أنشأت في نفس العام أول صندوقين في الكويت وهدف الأول إلى استثمار المدخرات في الأسهم الأمريكية بينما هدف الثاني إلى استثمار المدخرات في السندات الدولية، وفي مارس 1987 طرحت نفس المجموعة صندوقين آخرين هما صندوق النمو الأوروبي الذي هدف إلى تكوين حافظة من الأوراق المالية الصادرة من الشركات الأوروبية وصندوق النمو لمنطقة الشرق الأقصى، وفي عام 1988 أضافت المجموعة إلى هذين الصندوقين صندوقاً ثالثاً يهدف إلى تكوين حافظة أوراق مالية صادرة من الشركات صغيرة الحجم العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي عام 1990 صدر المرسوم بقانون رقم 31 لسنة 1990 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار حيث سمحت المادة الأولى منه بطرح أسهم وسندات شركات المساهمة الكويتية أو غير الكويتية أو الحصص في صناديق الاستثمار أو أي أوراق مالية أخرى للاكتتاب العام داخل الكويت بعد الحصول على ترخيص يصدر من وزير التجارة والصناعة¹، وذهبت المادة الثامنة من القانون بأن يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركة التي قامت بإنشائه ويمثل مدير الصندوق أو من يفوضه صندوق الاستثمار في علاقته بالغير وأمام القضاء ويكون له حق التوقيع عنه ولا يجوز التنفيذ على أموال الصندوق إلا وفاء للالتزامات الناشئة عن استثمار أمواله².

ووفقاً للائحة التنفيذية لسوق رأس المال بالكويت يقصد بصندوق الاستثمار " نظام استثمار جماعي يهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة وفقاً لأصول الإدارة المهنية للاستثمار الجماعي ويديره مدير صندوق استثمار مقابل رسوم"³.

الفرع الثالث: تطور عدد صناديق الاستثمار وحجم الأصول المستثمرة فيها حسب نوع الصندوق

بلغ عدد صناديق الاستثمار في الكويت 95 صندوقاً، كما بلغ إجمالي موجوداتها 1.5038 مليار دينار كويتي في نهاية عام 2009، مقابل نحو 2.9684 مليار دينار كويتي في نهاية عام 2008، وجاء معظم تمويلها من رأس المال وحقوق الملاك⁴. والشكل الآتي يظهر أهم أنواع صناديق الاستثمار الموجودة في الكويت:

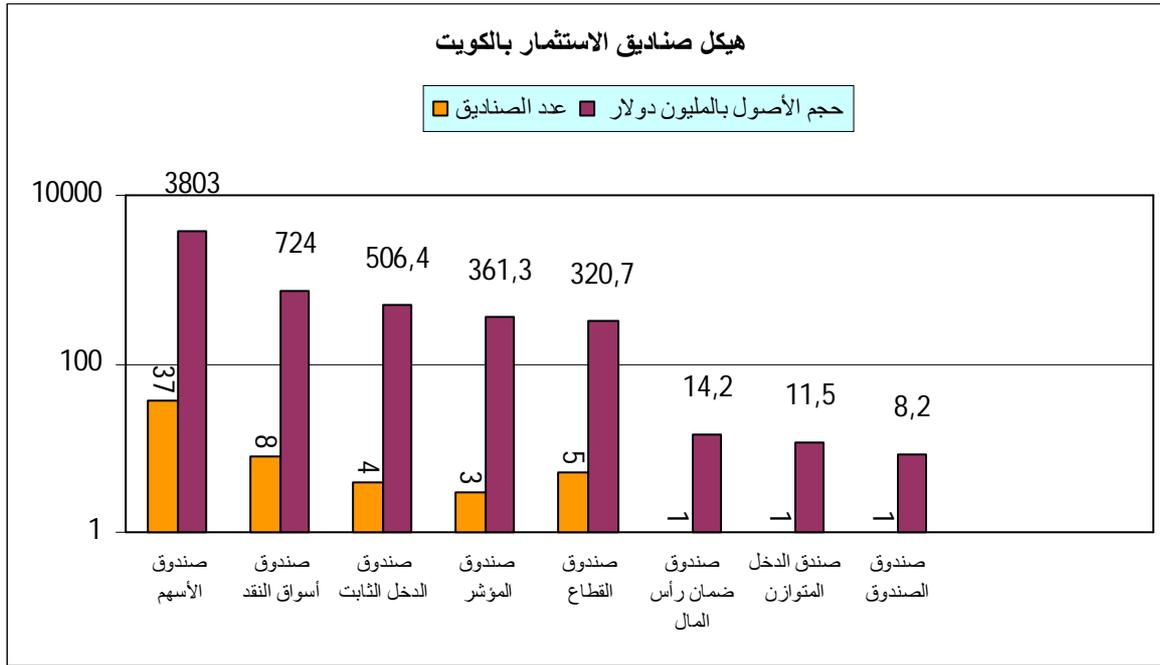
الشكل رقم (3-5): هيكل صناديق الاستثمار بالكويت

¹ المرسوم رقم 31، تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار بالكويت، لسنة 1990.

² عبد الحميد محمود البعلبي، إدارة صناديق الاستثمار (الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية)، مرجع سبق ذكره، ص 07.

³ اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال بالكويت، 2010، ص 22.

⁴ التقرير الاقتصادي للبنك المركزي الكويتي، 2009-2010، ص 211.



المصدر: Capital Standards, Kuwait investment funds, industry research, January 2011, p02

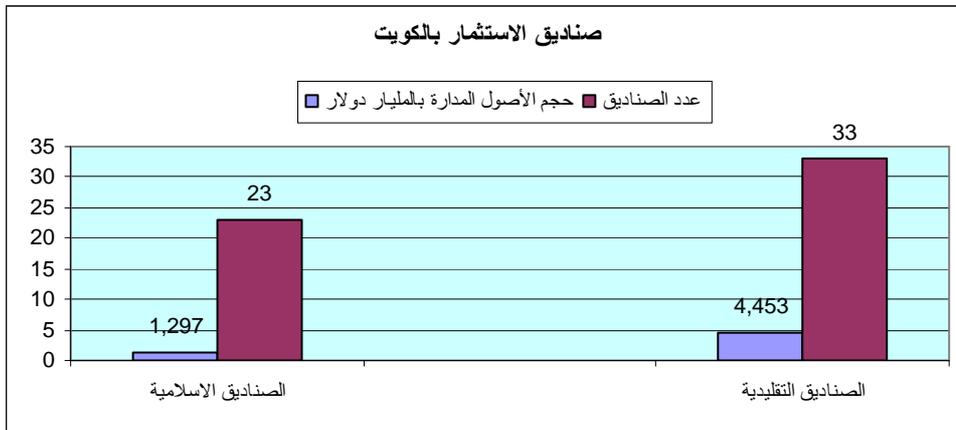
يظهر الشكل مدى تنوع هيكل صناديق الاستثمار في دولة الكويت، والملاحظ أن صناديق الأسهم تستحوذ على أكبر عدد والبالغ 37 صندوقاً بحجم أصول قدرها 3.803 مليار دولار الأمر الذي يجسد مدى تركيز هذه الصناعة. أما صناديق أسواق النقد فبلغ عددها 8 صناديق بأصول قدرها 724 مليون دولار، في حين بلغ عدد صناديق الدخل الثابت 4 صناديق بأصول مدارة حجمها 506.4 مليون دولار، صناديق المؤشرات بلغ عددها 3 صناديق بحجم أصول قدر بـ 361.3 مليون دولار، الصناديق القطاعية بلغ عددها 5 صناديق بأصول مدارة حجمها 320.7 مليون دولار، في حين يدير كل من صندوق ضمان رأس المال وصندوق الصندوق وصندوق الدخل المتوازن 14.2، و11.5، و8.2 مليون دولار على التوالي.

الفرع الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية بالكويت

ظهرت الصناديق الإسلامية في الكويت عام 1998، وكان أول صندوق يحصل على ترخيص من وزارة التجارة هو صندوق إعمار لبيت التمويل الكويتي برأسمال متغير من 50 إلى 200 مليون دولار، تبعه صندوق أرزاق للاستثمار المالي لبيت التمويل الكويتي في العام نفسه برأسمال ثابت قدر بـ 5 ملايين دولار. ومع مرور الأعوام أثبتت الصناديق الإسلامية قدرتها على منافسة الصناديق التقليدية وبلغ عدد الصناديق الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية نحو 23 صندوقاً ووصلت قيمة أصولها المدارة إلى 1.297 مليار دولار في ديسمبر 2010. تشكل الصناديق الإسلامية ثلث الصناديق في الكويت، وتمثل نحو 22.6% من إجمالي الأصول المدارة، أكبرها صندوق الدار لسوق النقد وتبلغ قيمة أصوله المدارة 261 مليون دولار وتديره شركة الدار لإدارة الأصول. والملفت في النظر هو أن صناديق الأسهم تبقى فئة

الأصول المهيمنة على الصناديق الإسلامية بحيث 66 % من أصول الصناديق المدارة أسهم، مما يعكس ضعف التنوع القطاعي، ويدل على الافتقار إلى عمق سوق الصكوك والمنتجات الأخرى¹. والشكل الموالي يتضمن عدد الصناديق الإسلامية والتقليدية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وحجم أصولها:

الشكل رقم (3-6): عدد الصناديق الإسلامية والتقليدية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وحجم أصولها



المصدر: Capital standards, **kuwait investment funds**, industry research, op-cit, p03

يلاحظ من الشكل أن عدد الصناديق التقليدية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بلغ 33 صندوقاً تدير أصولاً قدرها 4.453 مليار دولار، في حين بلغ عدد الصناديق الإسلامية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية 23 صندوقاً تدير أصولاً قدرها 1.297 مليار دولار وذلك في نهاية عام 2010.

المطلب الثاني: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

¹ Capital Standards, **Kuwait Investment Funds, Industry** Research, op-cit, p02.

يتناول المطلب أداء عينة من صناديق الاستثمار التابعة لكل من شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية وشركة بيت الاستثمار العالمي "جلوبل".

الفرع الأول: أداء صناديق شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية

تأسست شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية "أدام" كشركة مساهمة كويتية مغلقة في تاريخ 3 أبريل 2004، والشركة مسجلة لدى بنك الكويت المركزي كشركة استثمارية إسلامية، يبلغ رأسمالها 50 مليون دينار كويتي. وتختص الشركة بصورة رئيسية في مجال الاستثمار المالي الإسلامي الواسع¹.

أولاً: صندوق الدار العقاري

أنشأ الصندوق في أوت 2006، يهدف إلى توفير فرص استثمار عقارية جاذبة للراغبين في الاستثمار في القطاع العقاري، من خلال القيام بجميع الأنشطة الاستثمارية العقارية من عمليات المتاجرة العقارية للأراضي والوحدات والمباني العقارية بمختلف أنواعها بالبيع والشراء والتطوير والتأجير داخل دولة الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي، لتحقيق عوائد مالية جيدة للمستثمرين وبدرجات أمان عالية وآجال متوسطة وطويلة. وتبلغ مدة الصندوق 10 سنوات إلا أنه يمكن تجديدها بموافقة مدير الصندوق. أما رأسمال الصندوق فهو متغير وتتراوح حدوده بين مبلغ 5 ملايين دينار كويتي موزعة على 5 ملايين وحدة ومبلغ 50 مليون دينار كويتي موزعة على 50 مليون وحدة. يقوم الصندوق بمزاولة أعماله وكافة أغراضه وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء وتقوم هيئة الرقابة الشرعية لمدير الصندوق بمراقبة أعماله وأنشطته ويحق لها الاطلاع في أي وقت على العقود والمعاملات الخاصة بإدارة أموال الصندوق². والجدول الموالي يلخص أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-15): تطور أداء صندوق الدار العقاري

السنة	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	13.78 %	14.03 %	6.05 %	-17.77 %	2.08 %

المصدر: التقرير السنوي لصندوق الدار العقاري، ديسمبر 2010، ص 01

يظهر الجدول نمو معدل عائد الصندوق منذ إنشائه إلى حين سنة 2009 إذ حقق معدل خسارة قدره 17.77 % نتيجة تأثره بالأزمة المالية العالمية، ليتحسن أداؤه في سنة 2010 ويحقق معدل عائد قدره 2.08 %

ثانياً: صندوق الدار للأوراق المالية

¹ شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية، على الموقع: <http://adamco.com> تاريخ الاطلاع: 2011/04/20.

² شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية، النظام الأساسي لصندوق الدار العقاري، الكويت، 2006، ص 11.

أنشأ الصندوق في 2004/01/25، يستثمر رأسمال الصندوق في أسهم الشركات المدرجة والغير المدرجة في الأسواق المالية داخل دولة الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي، واستثمار النقد المتوفر في أدوات الاستثمار المالية الإسلامية المناسبة والتي لا يترتب عليها أغراض تمويلية وفقاً لما يراه مدير الصندوق وذلك بهدف تحقيق عوائد جيدة للمشاركين وفقاً للقواعد والشروط الواردة في النظام الأساسي للصندوق والضوابط الشرعية التي تعتمدها هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للصندوق¹. وقد تأثر الصندوق كثيراً بالأزمة المالية العالمية ليحقق عوائد سلبية بداية من سنة 2008 إلى سنة 2010 وفق ما يظهره الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-16): تطور أداء صندوق الدار للأوراق المالية

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	%2.56	%78.18	-%5.98	%20.29	-%36.17	-%23.46	-%4.69

المصدر: التقرير السنوي لصندوق الدار للأوراق المالية، ديسمبر 2010، ص01

ثالثاً: صندوق الدار للصناديق

أنشأ في 2005/05/19، هو عبارة عن صندوق قابض يهدف إلى تنمية رأس مال المستثمر من خلال المساهمة في وحدات صناديق الاستثمار الإسلامية المختلفة بجميع تخصصاتها داخل وخارج دولة الكويت، وذلك بهدف تحقيق عوائد جيدة للمشاركين وكذا استثمار فائض الأموال المتاحة في أدوات الاستثمار المالية المناسبة التي لا يترتب عليها أي أغراض تمويلية على أن تكون جميع أعمال الصندوق حسب أحكام الشريعة الإسلامية وذلك حسب ما تقرره هيئة الرقابة الشرعية للصندوق². والجدول الآتي يلخص تطور أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-17): تطور أداء صندوق الدار للصناديق

السنة	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	-%2.15	%15.79	-%22.59	-%18.88	-%2.52

المصدر: التقرير السنوي لصندوق الدار للصناديق، ديسمبر 2010، ص01

رابعاً: صندوق الدار لسوق النقد

أنشأ الصندوق في 2003/05/26، برأسمال متغير تتراوح حدوده بين مبلغ 5 ملايين دينار كويتي، موزعة على 5 ملايين وحدة، ومبلغ 50 مليون دينار كويتي موزعة على 50 مليون وحدة. والجدول الآتي يلخص تطور أداء صندوق:

الجدول رقم (3-18): تطور أداء صندوق الدار لسوق النقد

¹ شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية، النظام الأساسي لصندوق الدار للأوراق المالية، الكويت، 2004، ص11.

² شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية، النظام الأساسي لصندوق الدار للصناديق، الكويت، 2005، ص11.

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	%3.01	%5.64	%7.48	%7.95	%8.27	%4.09	-%2.35

المصدر: التقرير السنوي لصندوق الدار المالي، ديسمبر 2010، ص 01

يظهر الجدول تواصل نمو معدل عائد الصندوق حتى في سنة 2008 بتسجيله أعلى معدل عائد قدر بـ 8.27 % بالرغم من انفجار الأزمة المالية العالمية خلال هذا العام ليسجل الصندوق انخفاضاً في معدل العائد خلال سنتي 2009 و 2010 على التوالي.

وباعتبار صندوق الدار لسوق النقد يدير أكبر حجم من الأصول في الكويت يتم فيما يلي التطرق لآلية عمل الصندوق:¹

1- أهداف الصندوق: يهدف الصندوق إلى تحقيق عوائد منافسة للأدوات المالية التقليدية قصيرة أو متوسطة الأجل المتاحة في السوق الكويتي ولتحقيق هذا الهدف تستثمر أموال الصندوق في الأدوات المالية والنقدية المتاحة داخل أو خارج الكويت، وتشمل صكوك المضاربة الشرعية الحكومية وتلك الصادرة عن البنوك والمؤسسات أو الشركات سواء كانت بالدينار الكويتي أو بأية عملة أجنبية أخرى، والمشاركة في عمليات الاستثمار بضمن المؤسسات المالية والمصرفية المحلية أو العالمية وذلك من خلال ما تصدره هذه المؤسسات من صكوك مقابل ذلك، والمشاركة في الإصدارات الخاصة والعامة بما في ذلك المحافظ الاستثمارية وذلك وفقاً للقواعد والشروط الواردة في نظام تأسيس الصندوق ووفق الضوابط الشرعية التي يعتمدها جهاز الرقابة الشرعية للصندوق.

2- إدارة الصندوق: تقوم شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية بمهام مدير الصندوق الذي يتولى إدارة واستثمار أموال الصندوق من خلال جهاز إداري لديه القدرة والكفاءة للقيام بهذا الدور، ويجوز لمدير الصندوق الاستعانة بآراء الخبراء الفنيين والقانونيين للإلمام بجميع الظروف المحيطة باستثمارات الصندوق وتعيين من ينوب عنه في إدارة أي جزء من استثمارات الصندوق. يتقاضى مدير الصندوق أتعاب إدارية سنوية قدرها 1% من القيمة الصافية لأصول الصندوق.

3- أمين الاستثمار: تقوم الشركة الكويتية للمقاصة بمهام أمين الاستثمار للصندوق وتكون مسؤولة عن التأكد من قيام المدير باستثمار أموال الصندوق طبقاً لأحكام نظام إنشاء الصندوق ومواده وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، وطبقاً لأحكام القانون رقم 31 من سنة 1990 واللائحة التنفيذية وتعليمات جهة الإشراف. يتقاضى أمين الاستثمار أتعاب إدارية سنوية قدرها 0.125 % من القيمة الصافية لأصول الصندوق، وتتخصص مسؤوليات أمين الاستثمار فيما يلي:

¹ شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية، النظام الأساسي لصندوق الدار لسوق النقد، الكويت، 2003، ص 11.

- يتسلم أمين الاستثمار أموال الصندوق من مدير الصندوق وو كلاء البيع بعد استكمال إجراءات إنشائه وعليه أن يحتفظ بأموال وأصول الصندوق والمستندات الخاصة بالصندوق.
- لا يجوز لأمين الاستثمار تملك وحدات بالصندوق، كما يلتزم بالمحافظة على سرية المعلومات الخاصة بالصندوق ولا يقوم بنشر أي بيانات تخص الصندوق إلا بموافقة مدير الصندوق.
- 4- الاشتراك في الصندوق:** لا يجوز أن يقل عدد الوحدات المشترك بها من قبل أي من المشتركين بالصندوق لأول مرة عن 3000 وحدة، ويكون الحد الأقصى الذي يجوز أن يمتلكه أي مشترك بالصندوق هو 50% من عدد وحدات الصندوق المصدره. كما يلتزم مدير الصندوق بالاشتراك بالصندوق بحصة لا تقل نسبتها عن 5% من رأسمال الصندوق، ولا يجوز لمدير الصندوق أن يتصرف في هذه النسبة طالما بقي الصندوق قائماً ويكون الحد الأقصى لحصة مدير الصندوق 50% من عدد الوحدات المصدره.
- كما لا يجوز الاشتراك في الصندوق بحصص عينية أيا كان نوعها.
- كما يعين مدير الصندوق وكلاء البيع أثناء فترة الاكتتاب الأصلية ويحدد صلاحياتهم، مسؤولياتهم، وأتعابهم وله حق عزلهم لأسباب يقدرها.
- يوجه المدير الدعوة للاشتراك بالصندوق عن طريق النشر في الجريدة الرسمية وفي جريدتين يوميتين على الأقل، ويتم توزيع نشرة الاشتراك بالصندوق بأي وسيلة يراها المدير متناسبة، سواء من خلال اللقاء المباشر بالمشاركين أو عن طريق البريد أو من خلال وكلاء بيع أو غير ذلك.
- 5- الاسترداد:** يحق للملكي الوحدات استرداد قيمة حصصهم في الصندوق بصورة أسبوعية خلال مدة الصندوق، ولا يحق للملكي وحدات الصندوق استرداد قيمة وحداتهم إلا بعد مرور ثلاثة شهور على مباشرة نشاط الصندوق.
- 6- سياسات الاستثمار في الصندوق**
- يتبع مدير الصندوق سياسة استثمارية متوازنة تهدف بالدرجة الأولى إلى الحفاظ على رأس المال المستثمر وتقليل المخاطر الاستثمارية إلى حدودها الدنيا، من خلال خضوع استثمارات الصندوق إلى الضوابط التالية:
- لا يتعدى استثمار الصندوق في أي صفقة استثمارية واحدة عن 30% من صافي أصول الصندوق.
- لا يجوز للمدير القيام بأي معاملة من المعاملات التالية لحساب الصندوق: خصم الشيكات، البيع على المكشوف، إعطاء الضمانات والكفالات، الإقراض، ضمان الإصدار كضامن رئيسي، الاقتراض لصالح الصندوق، كما لا يجوز التعامل مع أسهم الشركة المديرة.

7- سياسة توزيع الأرباح: يحق لمدير الصندوق بعد انتهاء السنة المالية بتوزيع ما لا يقل عن 50% من أرباح السنة المالية على مالكي وحدات الاستثمار وذلك بعد خصم مصاريف الصندوق المستحقة في نهاية السنة المالية للصندوق، ويجوز لمدير الصندوق الاحتفاظ بكل أو بعض هذه الأرباح كاحتياطي نقدي أو إعادة استثمارها لتقوية المركز المالي للصندوق.

8- هيئة الرقابة الشرعية: يقوم الصندوق بمزاولة أعماله وكافة أغراضه وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء وتقوم هيئة الرقابة الشرعية لمدير الصندوق بمراقبة أعماله وأنشطته ويحق لها الاطلاع على العقود والمعاملات الخاصة بإدارة أموال الصندوق.

9- تصفية الصندوق: ينقضي الصندوق بأحد الحالات الآتية:

- انتهاء المدة المحددة للصندوق.
- انتهاء الغرض الذي أنشأ الصندوق من أجله.
- زوال الشخصية القانونية للصندوق أو إشهار إفلاسه ما لم يحل محله مدير آخر.
- صدر حكم قضائي بحل الصندوق.
- إذا انخفضت قيمة وحدات الصندوق عن 50% من القيمة الاسمية لها وبشرط موافقة 75% من مالكي الوحدات وهذه الوحدات جوازية لمدير الصندوق.
- شطب الصندوق من سجل صناديق الاستثمار بوزارة الصناعة والتجارة.
- إذا رأت جهة الإشراف تصفية الصندوق من تلقاء نفسها أو بناء على طلب مدير الصندوق ولأسباب تحددها وتقدرها جهة الإشراف في الحالتين.
- موافقة 75% من المشتركين بالصندوق وذلك بناء على طلب يقدم إلى جهة الإشراف ممن يملكون 5% من وحدات الصندوق.

10- كيفية إجراء التصفية

- يقوم مدير الصندوق بإشهار انقضاء الصندوق بعد موافقة جهة الإشراف عن طريق القيد في السجل المعد لصناديق الاستثمار بوزارة التجارة والصناعة والنشر في الجريدة الرسمية وفي جريدتين يوميتين محليتين على الأقل، ولا تبدأ عملية التصفية إلا من تاريخ الإشهار أو النشر.
- يقوم مدير الصندوق بتصفية الصندوق ما لم ترى جهة الإشراف خلاف ذلك، وفي الحالات التي تكون فيها التصفية بناء على حكم قضائي أو قرار من جهة الإشراف يتضمن الحكم أو القرار الصادر بالتصفية تعيين المصفي وتحديد أجرة ومدة التصفية. وتتم التصفية وفقاً لقانون الشركات التجارية بشأن تصفية شركات المساهمة.

الفرع الثاني: أداء صناديق شركة بيت الاستثمار العالمي "جلوبل"

بيت الاستثمار العالمي «جلوبل» شركة استثمار كويتية تأسست في عام 1998 ، قدّمت الشركة حلول استثمارية متنوعة إلى قاعدة كبيرة من عملائها كما لعبت دوراً رئيسياً في تطوير أسواق رأس المال في منطقة الخليج. تؤدي شركة جلوبل دوراً هاماً في ترويج وتسويق فرص الاستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا إلى المستثمرين من خلال خبرتها في ابتكار خدمات الهيكل المالية. واستفادتنا من خبرة فريق العمل المكون من المحترفين في مختلف القطاعات. تتسع قطاعات أنشطة شركة جلوبل لتغطي إدارة الأصول، الاستثمارات المصرفية، والوساطة المالية. تدير الشركة مجموعة الأصول والمخاطر لعملائها ومجموعة من الصناديق الاستثمارية التي تغطي نطاق واسع من فئات الأصول. تتنوع هذه الصناديق لتشمل صناديق الأسهم، صناديق الدخل الثابت، صناديق الملكيات الخاصة، صناديق العقار، صناديق التحوط مع تنوع التركيز الجغرافي¹.

أولاً: صندوق جلوبل الإسلامي

تأسس الصندوق في سنة 2004، ويهدف إلى تحقيق عوائد منافسة للأدوات المالية التقليدية قصيرة أو متوسطة الأجل المتاحة في السوق الكويتي ولتحقيق هذا الهدف تستثمر أموال الصندوق في كافة الأدوات المالية المتاحة داخل أو خارج الكويت، وتشمل صكوك المضاربة الشرعية الحكومية تلك الصادرة عن البنوك والمؤسسات أو الشركات سواء كانت بالدينار الكويتي أو بأية عملة أجنبية أخرى وغير ذلك من أوجه الاستثمار في الأدوات النقدية المتاحة في السوق الكويتي والعالمي، وأدوات السوق النقدية، وجميع ما يرتبط بها من أعمال المشاركة في عمليات الاستثمار بضمان المؤسسات المالية المصرفية المحلية أو العالمية وذلك وفقاً للقواعد والشروط الواردة في نظام تأسيس الصندوق ووفق الضوابط الشرعية التي يعتمدها جهاز الرقابة الشرعية للصندوق والتي يقدر المدير ملاءمتها وتحقيقها لأهداف الصندوق من سيولة وعائد مناسبين للمشاركين بما في ذلك المساهمة بصناديق استثمارية أخرى متشابهة في غرضها مع هذا الصندوق. شريطة أن لا يترتب على العمليات التي يقوم بها مدير الصندوق منح ائتمان للغير بأي صورة من الصور². والجدول الآتي يبين تطور عائد الصندوق إذ حقق الصندوق خسارة قدرت بـ 1.51% سنة 2009، ثم شهد سنة 2010 تحسناً في الأداء ليبلغ معدل العائد 3.37%.

الجدول رقم (3-19): تطور أداء صندوق جلوبل الإسلامي

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	2.82%	4.11%	5.93%	5.64%	4.67%	-1.51%	3.37%

¹ شركة بيت الاستثمار العالمي «جلوبل» على الموقع: <http://www.globalinv.net/default.asp?lf=1> تاريخ الاطلاع: 2011/04/21

² بيت الاستثمار العالمي، النظام الأساسي لصندوق جلوبل الإسلامي، الكويت، 2002، ص 7.

المصدر: Global Islamic Fund, report, december 2010, p01

ثانياً: صندوق جلوبل للسوق النقدي

تأسس الصندوق في عام 1999، بهدف تحقيق عوائد على الأموال المستثمرة تفوق أسعار الفائدة المدفوعة لعملاء البنوك الكويتية على ودائعهم لمدة ثلاثة أشهر، ولتحقيق ذلك تستثمر أموال الصندوق في كافة أدوات السوق النقدي المتاحة، حيث تشمل هذه الأدوات جميع الأذونات والسندات الحكومية والأدوات النقدية التي تطرحها الحكومة، كذلك جميع السندات وشهادات الإيداع الصادرة من البنوك أو الهيئات شبه الحكومية أو الشركات بما فيها اتفاقيات إعادة الشراء في سبيل تحقيق أهداف الصندوق من سيولة وعائد مناسب¹. والجدول الآتي يلخص تطور أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-20): تطور أداء صندوق جلوبل للسوق النقدي

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	%3.23	%4.05	%5.12	%3.70	%4.02	-%1.78	%1.94

المصدر: Global Money Market Fund, report, december 2010, p01

ثالثاً: صندوق جلوبل المحلي

أنشأ في 2003/01/01 يهدف الصندوق إلى تنمية مدخرات المستثمر على المدى المتوسط وتحقيق عوائد تفوق تلك المحققة لمؤشرات السوق الوزنية. وتمثل إستراتيجية استثمار الصندوق في الاستثمار في أسهم منتقاة تتمتع بالاستقرار والثبات مع التركيز على الأسهم ذات العوائد الجارية المرتفعة. كما يقوم مدير الصندوق باستثمار الفوائض النقدية في الإصدارات الجديدة للأسهم المحلية وأدوات السوق النقدية وصناديق أدوات السوق النقدية². والجدول الآتي يلخص تطور عائد الصندوق:

الجدول رقم (3-21): تطور أداء صندوق جلوبل المحلي

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل العائد	% 16.8	%18.7	%16.4	-% 45.3	-%14.6	% 24.4

المصدر: Global Local Fund, report, december 2010, p01

المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

يتم في هذا المطلب تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية لدولة الكويت سواء كانت صناديق تقليدية أو إسلامية.

الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

¹ بيت الاستثمار العالمي، نشرة الاكتاب لصندوق جلوبل للسوق النقدي، الكويت، 1999، ص4.

² Global Local Fund, report, december2010, p01

يتضمن الجدول الآتي تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية مع إجراء مقارنة بين أداء صناديق الأسهم التقليدية ونظيرتها الإسلامية، من أجل معرفة أي الصناديق أفضل أداء خاصة خلال فترة الأزمة المالية.

الجدول رقم (3-22): تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

اسم الصندوق	مدير الصندوق	الفترة	معامل التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
أسهم المحيط الهادي	الشركة الكويتية للاستثمار		19.34	2.77	1.53	3.27
المتنوع للأسهم العالمية	الشركة الكويتية للاستثمار		11.31	0.86	4.56	1.24
أسهم أمريكا الشمالية	الشركة الكويتية للاستثمار		12.08	0.26	1.98	-0.62
الأسهم الأوروبية	الشركة الكويتية للاستثمار		8.47	0.18	3.78	-0.04
الوطني فرونتير متعدد الأصول	فرونتر كابيتال ماجمنت (حيرسي) ليميتد		2.5	2.376	-	-
الامتياز المالي	شركة الامتياز للاستثمار	موافق الشريعة	2.5	0.20	-	-
التجاري الإسلامي	البنك التجاري الكويتي كابيتال	موافق الشريعة	3.51	0.08	-0.22	-1.62
مصارف الاستثماري	شركة تمويل الإسكان "إسكان"		15.6	0.17	0.09	0
الصفوة الاستثماري	شركة الاستثمارات الوطنية	موافق الشريعة	20.64	0.004	-0.08	-0.25
الدرة الإسلامي	بيت الاستثمار العالمي	موافق الشريعة	17.74	0.09	-0.09	-0.422
الكايوربلاس	بيت الاستثمار العالمي		4.40	0	0.09	0.13
الوسم	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار		17.14	0.07	-0.16	-0.38
الهدى الإسلامي	الشركة الخليجية الدولية للاستثمار	موافق الشريعة	16.64	0.01	-0.12	-0.45
بوابة الخليج	الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي		10.18	0.03	0.11	0.001
الرؤية	الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي		17.62	0.10	0.05	-0.61
كيمفك للأسهم الهندية	الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي		2.559	0	0.11	-
إيفا العالمي المضمون	شركة الاستشارات المالية الدولية		7.207	0.44	1.40	-1.34
الوطني للنمو و الدخل	جي بي مورغان إنفستمنت منجمنت إنك		2.5	0	0	-
السنابل (A)	شركة الاستثمارات الوطنية		2.5	0	-1.436	-
السنابل (B)	شركة الاستثمارات الوطنية		2.5	0	-0.588	-
الشروق الاستثماري	الشركة الخليجية الدولية للاستثمار		17.87	0	-0.18	-0.62
الامتياز الاستثماري	شركة الامتياز للاستثمار		7.25	-0.151	-0.303	-

-0.51	-0.15	-0.007	13.36	موافق الشريعة	شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية	الدار للأوراق المالية
-0.52	-0.15	-0.02	10.58	موافق الشريعة	الشركة الكويتية للاستثمار	الكويت الاستثماري
-	-0.14	0.05	18.39	موافق الشريعة	المركز المالي الكويتي	المركز الاستثماري
-	0.08	0.21	9.44		شركة الوطني للاستثمار	الوطني للأسهم الكويتية
-	-0.007	-0.002	4.155	موافق الشريعة	شركة الاستشارات المالية الدولية	إيفا الإسلامي
-0.78	0.05	0.11	16.65		بيت الاستثمار العالمي	مؤشر جلوبل لأكثر عشر شركات
0.710	0.007	0.288	12.81		بيت الاستثمار العالمي	جلوبل المحلي
-	0.040	0.157	4.44		شركة المثني للاستثمار	المثني للمصارف الخليجية
-0.408	0.015	0.094	12.72		الشركة الكويتية للاستثمار	الرائد للاستثمار
-	0.020	0.057	19.12		بيت الاستثمار العالمي	جلوبل المأمون (A)
-	0.046	0.180	6.45		بيت الاستثمار العالمي	جلوبل المأمون (B)
-	-0.049	0.369	16.25		المركز المالي الكويتي	المركز للاستثمار والتنمية
-0.150	0.070	0.070	11.87		البنك الأهلي الكويتي	الأهلي الكويتي
-	1.097	0.689	12.76		المركز المالي الكويتي	ممتاز للاستثمار
-0.120	0.0103	0.0340	11.62		البنك الأهلي الكويتي	الأهلي الخليجي
-0.256	-0.457	0.115	8.96		الشركة الكويتية للاستثمار	الأثير
-0.320	-0.057	0.034	17.49	موافق الشريعة	شركة الاستثمارات الوطنية	الدارج الاستثماري
-	-0.040	0.004	24.93	موافق الشريعة	شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية (أدام)	النخبة
-0.062	0.079	0.039	17.66		البنك التجاري الكويتي كابيتال	التجاري للأسهم الخليجية
-0.361	0	0.023	12.72	موافق الشريعة	شركة الاستثمارات الوطنية	موارد للصناعة والخدمات النفطية
0.017	0.028	0.028	17.27		البنك التجاري الكويتي كابيتال	التجاري الاستثماري
-	-	0.040	2.5		شركة الساحل للتنمية والاستثمار	لؤلؤة الساحل
-0.160	-0.018	0.040	21.77		شركة الاستثمارات الوطنية	الوطنية الاستثماري
-0.060	0.064	0.078	28.02	موافق الشريعة	شركة الاستثمارات الوطنية	زاجل للخدمات والاتصالات
-0.403	0.031	0.110	12.64		المركز المالي الكويتي	فورسا المالي
-0.298	0.141	0.126	13.39		شركة الساحل للتنمية والاستثمار	صندوق الساحل الاستثماري

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الخاصة بصناديق الاستثمار المدرجة في بورصة الكويت على الموقع

<http://www.mubasher.info/portal/KSE/getMutualFund>

من الجدول يستنتج ما يلي:

- تفوق أداء صناديق الأسهم التقليدية على نظيرتها الإسلامية في جميع سنوات الدراسة، كما يظهر تفوق أداء الصناديق الاستثمارية التابعة للشركة الكويتية للاستثمار على النحو الآتي:
- احتل صندوق أسهم المحيط الهادي الصدارة في الأداء بتحقيقه أفضل قيمة لمؤشر شارب لمدة عام بلغت 2.77، كما شهد تفوقاً في الأداء خلال فترة خمس السنوات إذ حقق أعلى قيمة لمؤشر شارب والمقدرة بـ 3.27. واحتل صندوق المتنوع للأسهم العالمية الصدارة في الأداء وذلك خلال فترة عامين بتسجيله قيمة 4.56 وهي الفترة التي شهدت ظهور الأزمة المالية العالمية.

- وفيما يخص أداء صناديق الأسهم الإسلامية فقد شهدت أداء سلبياً مقارنة مع أداء صناديق الأسهم التقليدية خاصة خلال الأزمة المالية العالمية، فالتركيز على فترة عامين جاء أداء عشرة صناديق إسلامية سلبياً من ضمن ثلاثة عشرة صندوقاً شملتها الدراسة الأمر الذي يبرز مدى الخسائر التي حققتها صناديق الأسهم الإسلامية في الكويت والصعوبات الكبيرة التي واجهت القطاع في المنطقة نتيجة التأثير بالأزمة المالية العالمية.

الفرع الثاني: تقييم أداء صناديق أسواق النقد المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

- يتضمن الجدول الآتي تقييم أداء صناديق أسواق النقد المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية مع إجراء مقارنة بين أداء صناديق أسواق النقد التقليدية ونظيرتها الإسلامية، من أجل معرفة أي الصناديق أفضل أداء خاصة خلال فترة الأزمة المالية.

الجدول رقم (3-23): تقييم أداء صناديق أسواق النقد المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

اسم الصندوق	مدير الصندوق	فئة الصندوق	معامل التذبذب	شارب-12	شارب-24	شارب-60
أموال النقدي الإسلامي	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي	موافق الشريعة	2.5	2.8	4.72	-
الأوسط لأسواق النقد (دولار أمريكي)	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي		2.5	0.251	1.826	-
الأوسط لأسواق النقد (دينار كويتي)	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي		10.63	0.77	1.19	1.03
الوطني للسوق النقدي بالدينار الكويتي	شركة أن بي كي جلوبال آسيت	موافق الشريعة	3	0.033	0.10	-
الوطني للسوق النقدي	شركة أن بي كي جلوبال آسيت		2.5	0.024	-	-
الوطني للسوق النقدي	شركة أن بي كي جلوبال		2.5	0.02	-	-

					آسيت	بالعملات الأجنبية
-0.52	-0.68	-0.03	11.35	موافق الشريعة	الشركة الكويتية للاستثمار	الهلال الإسلامي
-0.26	-4.1	-0.14	6.77		البنك التجاري الكويتي	التجاري لأسواق النقد
-	-0.31	-0.172	15.075	موافق الشريعة	البنك التجاري الكويتي	التجاري المالي الإسلامي
-	0.085	0.012	3.517	موافق الشريعة	شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية	الدار المالي

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الخاصة بصناديق الاستثمار المدرجة في بورصة الكويت على الموقع:

<http://www.mubasher.info/portal/KSE/getMutualFund>

عند المقارنة بين أداء صناديق سوق النقد في الكويت يلاحظ أن صناديق شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي احتلت الصدارة في الأداء خلال فترة الدراسة، بالنظر إلى تحقيق صندوق أموال النقدي الإسلامي أفضل أداء وذلك خلال فترة عامين بمعدل أداء بلغ 4.72 % مما يعني تفوق أداء صناديق سوق النقد الإسلامية على نظيرتها التقليدية، يليه صندوق الأوسط لأسواق النقد بالدولار الأمريكي بمعدل أداء بلغ 1.82 % ، ثم صندوق الأوسط لأسواق النقد بالدينار الكويتي بمعدل أداء 1.19 % .

الفرع الثالث: تقييم تجربة الكويت في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

أولاً: احتلت الكويت الصدارة خليجياً من حيث عدد المؤسسات المالية وكذا شركات الاستثمار التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية والبالغة 74 شركة تمثل 30% من حجم الهيئات والشركات العاملة في دول مجلس التعاون الخليجي¹، الأمر الذي يمثل دعماً حقيقياً لعمل الصناديق الإسلامية من خلال قيام هذه الشركات بطرح صناديق جديدة في السوق المالية، أو من خلال إدارتها للصناديق الموجودة؛

ثانياً: شهدت صناديق أسواق النقد الإسلامية في الكويت تفوقاً في الأداء على نظيرتها التقليدية، بالمقابل شهدت صناديق الأسهم الإسلامية أداءً سلبياً مقارنة بأداء صناديق الأسهم التقليدية خاصة خلال فترة الأزمة المالية، وهذا راجع إلى أن الاستثمار في أدوات السوق النقدي هو أقل عرضة للمخاطر لأن العائد يتحقق في الأجل القصير، أما التعامل في أدوات سوق رأس المال خاصة التعامل في الأسهم هو أكثر عرضة للمخاطر لأن العائد يتحقق في الأجل الطويل فهو يتأثر بمخاطر كثيرة منها التضخم، تقلبات أسعار الفائدة، مخاطر سعر الصرف... إلخ

ثالثاً: تتصف سوق الكويت للأوراق المالية بقلّة عدد الفرص الاستثمارية، والتنوع المحدود للأصول. الأمر الذي انعكس سلباً على أداء الصناديق الإسلامية خاصة خلال فترة الأزمة المالية العالمية وما خلفته من انخفاض في أسعار البترول انعكست على أداء قطاع صناديق الاستثمار بشكل عام مما جعل المستثمرين

¹General Cancil for Islamic Banks And Financial Institution , **Islamic Finance In The Gulf Cooperation Cancil** op-cit , P4.

يتكبدون خسائر ضخمة، وقد سجلت صناديق الاستثمار خسائر صافية في عملياتها خلال عام 2009 بلغت قيمتها نحو 176.1 مليون دينار كويتي مقابل خسائر بلغت 108.2 مليون دينار كويتي في عام 2008¹؛

رابعاً: تواجه صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في الكويت تحديات متعلقة بالإطار القانوني المنظم لعمل صناديق الاستثمار بشكل عام، خاصة المادتين 346 و 347 المرتبطتين بقواعد الاستثمار والقيود على صناديق الاستثمار اللتين تنصان على:²

- يجب على صندوق الاستثمار أن يستثمر ما لا يقل عن 75% من رأسماله في تحقيق أهدافه الاستثمارية الأساسية، ويجب على صندوق الاستثمار الذي يستثمر في مجال الأوراق المالية، الالتزام بالقواعد التالية:

- عدم تملك نسبة تزيد على 10% من الأوراق المالية لمصدر واحد؛
- عدم تجاوز استثمارات صندوق الاستثمار في أوراق مالية صادرة عن مصدر واحد نسبة 10% من صافي قيمة أصول صندوق الاستثمار؛

- عدم اقتراض أو الدخول في عمليات يترتب عليها التزامات مدينة بأكثر من 10% من صافي قيمة أصوله.
- كما أن هناك اعتراضات أيضاً على المادة 345 المتعلقة بالقيود على صناديق الاستثمار التي تنص على: يحظر على صناديق الاستثمار القيام بأي من الأمور الآتية: منح الائتمان؛ شراء أي ورقة مالية صادرة عن الشركة المديرة للصندوق أو أي من شركاتها التابعة لها إلا في حدود القواعد المقررة من الهيئة في هذا الشأن؛ شراء أي ورقة مالية للجهة التي يكون مدير الصندوق هو مدير الاكتتاب أو وكيل البيع لها إلا في حدود القواعد المقررة من الهيئة في هذا الشأن.

من المعلوم أن الصناديق الإسلامية تتقيد بالضوابط الشرعية فلا تستثمر في الأوراق المالية للشركات القائمة على أعمال تخالف الشريعة، لذلك يواجه مديرو الصناديق معوقات تتمثل في قلة توفر أصول عالية الجودة متوافقة مع الشريعة الإسلامية في ظل ندرة المنتجات الاستثمارية، إضافة التقيد بهذه الإجراءات القانونية أمر من شأنه عرقلة الأعمال اليومية التي يقوم بها مديري الصناديق ناهيك عن تضيق الفرص الاستثمارية أمامهم مما يدفعهم إلى تحقيق خسائر.

المبحث الرابع: واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية

¹ التقرير الاقتصادي للبنك المركزي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

² جريدة الأنباء الكويتية، مديرو صناديق الاستثمارية بصدد تقديم عرضة احتجاجية إلى هيئة أسواق المال، العدد 12633 ليوم 2011/05/16.

تشهد الصناعة المالية الإسلامية في مملكة البحرين تقدماً ملحوظاً نتيجة وجود هيئات ومؤسسات مالية إسلامية تعمل على تقديم خدمات الدعم والتدقيق لتحقيق التكامل بين المؤسسات المالية الإسلامية العالمية. بما فيها صناديق الاستثمار. وتعد البحرين مركزاً للسوق المالية الإسلامية الدولية وذلك من أجل توفير ما تحتاجه المؤسسات المالية الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية.

المطلب الأول: مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية في البحرين

توفر مملكة البحرين على عدة هيئات ومؤسسات مالية إسلامية عالمية تدعم نشاط التمويل الإسلامي مما جعلها تحتل الريادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية. ووقعت البحرين اتفاقية عام 2001 مع ماليزيا واندونيسيا والسودان وبنك التنمية الإسلامي لإنشاء هذه السوق. تتكون إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجنتين أساسيتين هما: اللجنة الشرعية التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد وتختص بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي. وتسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون لاعباً فاعلاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية الأولية أو الثانوية منها. فالطلب المتزايد على الأدوات المالية الإسلامية وبرامج التخصص في عدد من الدول الإسلامية والتطور التكنولوجي المتزايد إنما هو بعض ملامح عولمة سوق رأس المال¹.

وتتلخص أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية في ما يلي:²

- 1- إن الهدف المبدئي للسوق المالية الإسلامية الدولية هو تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية ترتكز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- 2- إنشاء بيئة العمل التي ستشجع كلا من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق الثانوية.
- 3- تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.

¹ سامر مظهر قنطججي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، على الموقع: www.kantakji.org أطلع عليه بتاريخ 2011/01/12 ص 29-35.

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009، ص 211.

4- تنسيق وتحسين السوق بتحديد الخطوط العامة لمصدري القرار، وتسويق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية.

5- السعي لإنشاء البيئة التي ستشجع كلا من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق.

6- العمل على تحسين إطار العمل التعاوني بين البلدان الإسلامية ومؤسساتها المالية.

الفرع الثاني: مركز إدارة السيولة المالية

مركز إدارة السيولة هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في سنة 2002، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي، وتهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام صكوك الاستثمار وتشجيع التعامل مع مركز إدارة السيولة. كما يساهم المركز في إعداد خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والموازنة بين موارد البنوك مع السيولة واستخداماتها¹.

تحدث مخاطر السيولة عند وجود اضطراب في السوق أو عند انخفاض مستوى الائتمان مما يؤدي إلى تقليص في بعض مصادر التمويل المتوفرة. ويهدف مركز إدارة السيولة المالية إلى التقليل من هذه المخاطر، لذلك يعد أحد المساهمين بفاعلية في سوق الإصدارات الأولية للصكوك وذلك من خلال ترتيب هذه الإصدارات أو العمل كمستشار، كما يعمل المركز على تأسيس السوق الثانوية لتداول الأدوات الاستثمارية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية للمدد القصيرة الأجل. فالمركز يمتلك القدرة المهنية لترتيب أدوات استثمارية متوافقة والشريعة الإسلامية ولمدد زمنية مختلفة.

يساعد مركز إدارة السيولة المالية للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوكها كما فعل مع بنك الاستثمار الإسلامي الأول بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية بقيمة 75 مليون يورو².

الفرع الثالث: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

تأسست الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف كشركة مساهمة مقرها البحرين، برأسمال مصرح قدره 10 ملايين دولار، بدعوة من البنك الإسلامي للتنمية في المنامة عام 2000 يمتلك البنك 42% من رأسمال الوكالة، ويتقاسم كل من (بنك البحرين الإسلامي)، والكويتي التركي (بيت التمويل الكويتي) و(أبو ظبي الإسلامي)، و(التكافل الماليزية) 11% من رأسمال الوكالة، أما مجموعة (البركة الإسلامية)

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، السعودية، 2009، ص 178.

² سامر مظهر قنطجني، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 36-37.

فتساهم بنسبة 5%، وتملك شركة (جيه. سي. آر) الباكستانية للتصنيف 5.3% وتملك (كابيتال انتلجنس*) القبرصية 2%، وتتوزع النسبة المتبقية على عدد من الشركات والمؤسسات المالية ووكالات التصنيف. تعتبر الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف وكالة متخصصة في تصنيف المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتحديد مدى اعتمادها على مؤسسات مالية دولية تقليدية. لذلك يعتبر دورها مكملًا للأنشطة المالية الإسلامية لأنها تهتم بتقييم المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها¹.

أنشئت الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والبنوك والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم. لذلك تهدف الوكالة إلى ما يلي:²

- 1- تصنيف الكيانات العامة والخاصة.
 - 2- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن خسائر الكيان المصنف المحتملة مستقبلاً؛
 - 3- إجراء تقييم مستقل عن مدى اتفاق الكيان أو الأداة المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
 - 4- بث البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير سوق رأس المال الإسلامية؛
 - 5- أن تكون أداة فاعلة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية؛
 - 6- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية؛
 - 7- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية الإسلامية بما يضمن القوة والشفافية على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها.
 - 8- تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي.
- بناء على ما سبق فالوكالة تهدف إلى مساعدة المصارف الإسلامية على تنمية أعمالها وطرح أوراقها في السوق الدولية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل هذه الوكالة، خصوصاً مع المصارف الأجنبية.

* وكالة لتصنيف الائتمان الدولي تصنف تعاملات النقد الأجنبي طويلة الأجل للبنوك والتعاملات قصيرة الأجل والقوة المالية وتصف وضعها المالي ودرجة المخاطر الائتمانية وتساعد في رفع مستوى تصنيفها الائتماني. ويشير تقرير الوكالة عادة إلى مدى استمرار الأعمال ونمو الأنشطة وتنوع عملائه وخدماته ومنتجاته ذات المستوى الجيد. كما ينوه عن الملاءة المالية ويصف مدى تنامي الحفظة التمويلية ومستوى الاحتياطي ويذكر ترتيبه من حيث إجمالي الأصول، تصنيف حالة البنوك من حيث استقرارها ومجالات العمل المتاحة ومكانته في السوق المحلية والإقليمية. كما يبين المخاطر المحيطة كالزيادة أو النقص في معدل السيولة والقدرة على الوفاء بالالتزامات والفرص الاستثمارية الجيدة.

¹ المرجع السابق، ص ص 38-39.

² Tariqullah Khan And Dadang Muljazan, **Islamic financial Architecture Risk Management And Financial stability**, islamic research and training institute, islamic development bank, jeddah, saudi arabia, 2006, p268.

التصنيف الذي تصدره هذه الوكالة يكون معتمداً على المستوى الدولي لأنها تسعى لاستقطاب وكالات التصنيف العالمية مثل (ستاندرد آند بورز) أو (موديز) ليكون لهم دور في الوكالة إما كمساهمين أو كاستشاريين من أجل إضفاء الدعم مستفيدة من أسمائهم كوكالات تصنيف عالمية. الهدف من إنشاء هذه الوكالة مساعدة المصارف الإسلامية على تنمية أعمالها وطرح أوراقها في السوق الدولية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل هذه الشركة، خصوصاً مع المصارف الأجنبية، كما أنها تضيي الشفافية المطلوبة على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكنها من تقييم حجم المخاطر التي تواجهها، مؤكداً أن التصنيف الذي تصدره هذه "الوكالة" يكون معتمداً على المستوى الدولي¹.

وبذلك تتوفر البحرين على بيئة مناسبة لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية، فوجود هيئات ومؤسسات مالية إسلامية بالإضافة إلى النظم القانونية التي تحكم عمل الصناديق الاستثمارية يشكل إطاراً متكاملًا من جميع الجوانب يساهم في تحقيق هذه الصناديق لأهدافها.

المطلب الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في البحرين وتطورها

يتم تناول في هذا المطلب نشأة سوق الأوراق المالية في البحرين، وكذا تطور عدد صناديق الاستثمار المدرجة في السوق وتطور حجم استثماراتها عبر السنوات، بالإضافة إلى التطرق لأداء عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في البورصة.

الفرع الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

أنشأ سوق البحرين للأوراق المالية بموجب المرسوم رقم 4 لسنة 1987 وقد أصدر وزير التجارة والصناعة القرار رقم 13 لسنة 1988 بإصدار اللائحة الداخلية للسوق وذلك لتنظيم العمل فيه وتحديد الأهداف التي أنشأ من أجلها².

وقد افتتحت سوق البحرين للأوراق المالية عام 1989 وأعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية حيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية، وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق كما تضمنت خطة عمل سوق البحرين للأوراق المالية عدة مشاريع هامة من بينها³:

¹ سامر مظهر قنطججي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² التقرير السنوي لسوق البحرين للأوراق المالية، 2009، ص 5.

³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز، عمان، الأردن، 2005، ص 72-73.

- 1- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالمياً وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق العربية والأجنبية لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.
- 2- زيادة تنوع الأدوات المالية المدرجة في السوق، خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مركز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- 3- إيجاد تعاون أوثق مع المصارف التجارية، ودخولها بشكل مباشر في عملية تنمية وتطوير الأسواق المالية من خلالها أو من خلال شركات تابعة لها، مع العمل على تطوير قطاع الأوراق المالية وتحويلها إلى صناعة متكاملة تمتلك كافة المقومات والعناصر اللازمة من شركات ومؤسسات وأدوات مالية وشبكات معلومات فعالة.
- 4- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.

خلال سنة 2002 تم نقل صلاحية الإشراف على السوق من وزارة التجارة والصناعة إلى مصرف البحرين المركزي بموجب مرسوم بقانون رقم 21 لسنة 2002. وبعد صدور قانون مصرف البحرين المركزي والمؤسسات المالية لسنة 2006 أصبحت السوق مؤسسة مالية مرخصة بموجب هذا القانون وعليها الالتزام بالمتطلبات الرقابية الصادرة من قبل مصرف البحرين المركزي. وفي 24 ديسمبر 2009 حل القانون رقم 75 لسنة 2009 محل المرسوم الأميري 4 لسنة 1987 و 21 لسنة 2002 والذي أعطى السوق مهلة ستة أشهر لتسجيلها لدى وزارة الصناعة والتجارة كشركة مساهمة وأن تمثل في جميع أنشطتها وسياساتها وإجراءاتها مع قانون الشركات التجاري وأن يتم تحويل الحقوق والالتزامات والموجودات والمطلوبات للشركة المساهمة الجديدة. وقد تلخصت أهداف السوق في تطوير سوق البحرين للأوراق المالية، وتشجيع الادخار، والنهوض بالوعي الاستثماري للمواطنين، وتطوير وترشيد أساليب التعامل، وتطوير الأوراق والأدوات المالية المتداولة في السوق على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية في البلاد ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، ويعزز المركز المالي في مملكة البحرين¹.

الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار بالبحرين

شجعت الأنظمة والقوانين الصادرة عن مصرف البحرين المركزي على تطوير منتجات جديدة للمستثمرين في التمويل التقليدي والإسلامي، وفي هذا الصدد قدم المصرف المركزي أنظمة وثيقة لهذين المجالين بداية من السماح بتأسيس صناديق الاستثمار في سنة 1994، وقد تضمن الإطار التنظيمي القائم لصناديق الاستثمار المشتركة مجموعة واسعة من صناديق الاستثمار تلي مختلف فئات المستثمرين الأفراد

¹ التقرير السنوي لسوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص5.

وأصحاب الثروات بالإضافة إلى المؤسسات الاستثمارية، كما تضمن قواعد صلبة خاصة بتأسيس وإدارة الصناديق التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

وقد عرف المصرف المركزي المحافظ والصناديق الاستثمارية على أنها:²

"مشروعات الاستثمار التي يتم طرحها وتسويقها في شكل أوراق مالية قابلة للتداول، والتي تنشأ بهدف تجميع أموال الأشخاص بحيث يتم تشغيلها في مشروعات استثمارية محددة بمبدأ توزيع المخاطر ويتم إعادة شراء أو استرداد أو دفع قيمة الحصص في تلك المشروعات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من موجودات المشروع وبناءً على رغبة المستثمرين في أي من تلك المشروعات".

الفرع الثالث: تطور صناعة صناديق الاستثمار في البحرين

بلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية 35 صندوقاً استثمارياً في نهاية جوان 2010 منها 32 صندوقاً مفتوحاً وثلاثة صناديق مغلقة. وقد بلغ إجمالي المبالغ المستثمرة في هذه الصناديق 9,741 مليار دولار³.

أولاً: تطور حجم الاستثمارات القائمة في صناديق الاستثمار بالبحرين

يتضمن الجدول الآتي تطور حجم الاستثمارات القائمة في صناديق الاستثمار في البحرين وذلك حتى نهاية الربع الثاني من عام 2010:

الجدول رقم (3-24): تطور إجمالي حجم الاستثمارات القائمة في صناديق الاستثمار بالبحرين

الفترة	المستثمرون		التغير %
	أفراد	مؤسسات	
Q1 2007	2667402	7635541	-
Q2 2007	4009329	5137065	- 11.22
Q3 2007	4879109	5064555	8.71
Q4 2007	6863308	8741936	56.93

¹ قانون مصرف البحرين المركزي والمؤسسات المالية، 2006، ص3.

² المرجع نفسه، ص3.

* باعتبار مملكة البحرين مركزاً للسوق المالية الإسلامية الدولية اعتادت على استضافة مؤتمر عالمي خاص بصناديق الاستثمارات الإسلامية وأسواق رأس المال الإسلامي، ويعتبر هذا المؤتمر فرصة استثمارية تجمع كبار صانعي القرارات الرئيسية في شركات الاستثمار والمستثمرين في السوق العالمية لإدارة الصناديق الإسلامية للاستثمار والصناعة، وتوفر لهم منتدى عالمياً مثالياً لبحث ومناقشة القضايا ذات الصلة بالتطور السريع للصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يذكر أن المؤتمر ينعقد كل عام بداية من سنة 2005 من خلال شراكة إستراتيجية بين بنك البحرين المركزي وشركة أرنست آند يونغ الاستشارية. أنظر: الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي: <http://isegs.com/forum/showthread.php?t=3818>.

³ تقرير صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد الواحد والستون، الربع الأول والثاني من سنة 2010، ص24.

14.62	17887733	9154619	8733114	Q ₁ 2008
1.27	18116580	11904725	6211855	Q ₂ 2008
-5.61	17099830	11544111	5555719	Q ₃ 2008
-3.72	10726456	6616597	4109859	Q ₄ 2008
-9.70	9685413	6615339	3070074	Q ₁ 2009
-6.34	9070916	6751223	2319693	Q ₂ 2009
-5.75	8548694	6208885	2339809	Q ₃ 2009
2.16	8733372	6331627	2401745	Q ₄ 2009
11.53	9740626	7321079	2419547	Q ₁ 2010
-1.9	9555762	6666822	2888940	Q ₂ 2010

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على تقرير المصرف المركزي في البحرين، نوفمبر 2008، وأكتوبر 2010

شهد حجم الأصول المستثمرة في صناديق الاستثمار نمواً متصاعداً بداية من الربع الثاني من سنة 2007 ليلعب أقصى حجم خلال الربع الثاني من سنة 2008، والمقدر بـ 18,116 مليار دولار، ومن ثم بدأ انخفاض حجم الاستثمارات بداية من الربع الثالث من سنة 2008 نتيجة التأثير بأزمة الرهن العقاري التي عصفت باقتصاديات العالم وانهميار أسواق المال العالمية، واستمر الانخفاض في عام 2009 لتسجل حجم الاستثمارات في صناديق الاستثمار أدنى مستوى لها والبالغ 8,733 مليار دولار، ثم ارتفعت استثمارات صناديق الاستثمار القائمة في البحرين إلى 9,740 مليار دولار بنهاية الربع الأول من العام 2010، بنسبة نمو تبلغ 11.53%. منها 7.3 مليار دولار لمؤسسات استثمارية، و2.4 مليار دولار لمستثمرين أفراد.

ثانياً: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في البحرين

تعتبر صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في البحرين واحدة من أسرع القطاعات نمواً في القطاع المالي بشكل عام، وقد نمت هذه الصناعة بمعدل سنوي بلغ في المتوسط حوالي 20%. وحسب إحصائيات المصرف المركزي هناك أكثر من 100 صندوق إسلامي مؤسسة ومسجلة في البحرين مع إجمالي الموجودات

مقدرة بـ 1.8 مليار دولار أمريكي اعتباراً من نهاية عام 2009، إلا أن معظم هذه الصناديق لا تعمل في البحرين وإنما تقوم بالاستثمار في دول أخرى من مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط وشمال إفريقيا¹.

المطلب الثالث: أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية

شهدت بورصة البحرين إدراج العديد من صناديق الاستثمار خاصة خلال السنوات الأخيرة وذلك من أجل العمل على تشجيع الاستثمار وتمويل المشاريع الاقتصادية عن طريق البورصة.

الفرع الأول: صناديق شركة الأوراق المالية والاستثمار (سيكو)

تتضمن الشركة أربعة صناديق هي صندوق أسهم الخليج، صندوق سيكو المالي العربي، صندوق سيكو للأوراق المالية المختارة، وصندوق سيكو للأسهم الخليجية.

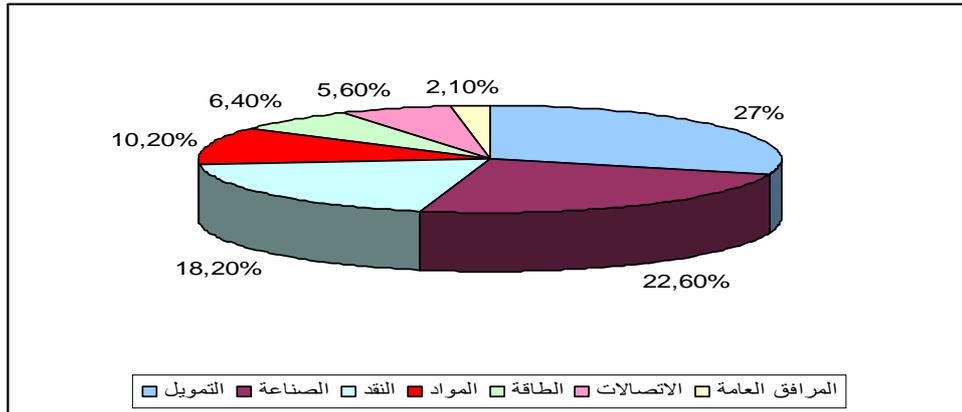
أولاً: صندوق أسهم الخليج

أسس في 15-03-2004، يسعى الصندوق إلى تحقيق نمو رأسمالي على المدى الطويل عن طريق الاستثمار بشكل رئيسي في الأسهم الخليجية². وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 11.6% خلال سنة 2010، كما بلغ متوسط عائد الصندوق خلال 5 سنوات 8.5%، وقد حصل على المرتبة الأولى ضمن فئة صناديق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي. والشكل الآتي يظهر توزيع أصول صندوق أسهم الخليج.

الشكل رقم (3-7): توزيع أصول صندوق أسهم الخليج

¹ عبد الرحمن الباكر، (المدير التنفيذي لرقابة المؤسسات المالية في مصرف البحرين المركزي)، خلق أسساً قوية للمرحلة المقبلة من تطوير أسواق الاستثمار الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر السادس حول صناديق الاستثمارات الإسلامية وأسواق رأس المال الإسلامي، البحرين في 25-26 ماي 2010.

² Sico Gulf Equity fund, report, january , 2011



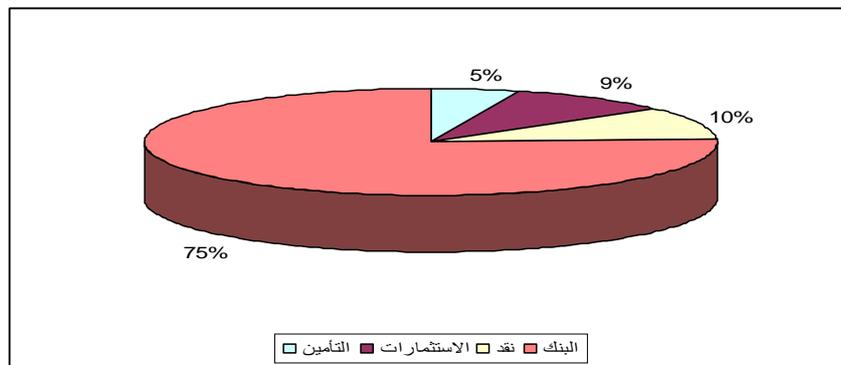
المصدر: Sico Gulf Equity fund, report, January 2011, p 1

يظهر الشكل تنوع أصول صندوق أسهم الخليج، إذ يستثمر بالدرجة الأولى في أسهم القطاع المالي بنسبة 27%، يليه أسهم الشركات الصناعية بنسبة 22.6%، ثم الاستثمار في أدوات السوق النقدي بنسبة 18.2%، وباقي الأصول تتوزع بنسب متفاوتة لتشمل قطاعات مختلفة كالمواد الأولية، العقارات، الطاقة، والاتصالات.

ثانياً: صندوق سيكو المالي العربي

أنشأ في 01-08-2007، يهدف الصندوق إلى زيادة قيمة رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في المقام الأول في أسهم القطاع المالي المدرجة في الأسواق المالية لكل من الكويت، عمان، قطر، البحرين، الإمارات العربية المتحدة، المملكة العربية السعودية، مصر، تونس، الأردن، المغرب ولبنان¹. وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 25.2% خلال سنة 2010 وقد حصل الصندوق على مرتبة عالية ضمن فئة الصندوق الأفضل في القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. والشكل الآتي يظهر توزيع أصول صندوق سيكو المالي العربي.

الشكل رقم (3-8): توزيع أصول صندوق سيكو المالي العربي



المصدر: Sico Arab financial fund, Report, December 31-2010, p1

¹ Sico Arab financial fund, Report, december 2010, p01.

يظهر الشكل تنوع أصول صندوق سيكو المالي العربي، إذ يستثمر بالدرجة الأولى في أسهم البنوك بنسبة 75%، يليه الاستثمار في أدوات السوق النقدي بنسبة 10%، وباقي الأصول تتوزع على الاستثمارات وأسهم شركات التأمين بنسبة 9% و8% على التوالي.

ثالثاً: صندوق سيكو للأوراق المالية المختارة

يستثمر بشكل أساسي في الأسهم والأوراق المالية المدرجة أو من المتوقع أن تدرج في بورصة البحرين للأوراق المالية. وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 4.8% خلال سنة 2010، كما بلغ متوسط عائد الصندوق 7.3% خلال 10 سنوات¹.

رابعاً: صندوق سيكو للأسهم الخليجية

أنشأ في 12-01-2006، يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو في رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية ماعداً السعودية. وقد حقق الصندوق عائداً بلغ 12.9% خلال سنة 2009، وقد حصل على المرتبة الثانية ضمن فئة صناديق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي².

ويعود الأداء القوي لصناديق شركة الأوراق المالية والاستثمار (سيكو) إلى إدارة الأصول الخاصة بالصناديق بإتباع إستراتيجية تعمل على انتقاء أسهم الشركات القوية وانتهاج التحليل العام في إدارة المخاطر، وإدارة الصندوق من طرف محافظ أمين مستقل لضمان دقة السجلات وصحتها وذلك لإضفاء المصداقية على الهيكل العام للصندوق.

الفرع الثاني: صناديق شركة مكاسب لصناديق الاستثمار

يتم تناول فيما يأتي أداء كل من صندوقي مكاسب لصناديق الدخل، ومكاسب للنمو العربي.

أولاً: صندوق مكاسب لصناديق الدخل

أنشأ الصندوق في 01-02-2007، هدف الصندوق هو تنمية الدخل على المدى الطويل. يسعى الصندوق إلى تحقيق أهدافه من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من الاستثمارات الثابتة والمتغيرة منشؤها دول مجلس التعاون الخليجي، دول الشرق الأوسط وجنوب آسيا وغيرها من الاقتصاديات الناشئة³. وقد حقق الصندوق معدل عائد بلغ 12.1% خلال سنة 2010 مسجلاً انخفاضاً بـ 48.46% مقارنة مع سنة 2009، وفق ما يظهره جدول أداء الصندوق:

¹ Selected Securities fund, Report, 2011, p01.

² Sico Gulf Equity fund, report 2010, p1.

³ Makaseb Arab income Fund, report December 31, 2010, p01.

الجدول رقم (3-25): تطور معدل أداء مكاسب لصناديق الدخل

السنوات	2007	2008	2009	2010
معدل الأداء	%2.1	-%14.6	%18	%12.1

المصدر: Makaseb Arab income Fund, report December 31, 2010, p1

ثانيا: صندوق مكاسب للنمو العربي

أنشأ الصندوق في 26-03-2001، يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال من خلال الاستثمار في الأوراق المالية للشركات القيادية المدرجة في أسواق الأوراق المالية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. أسواق الأسهم الرئيسية التي يستهدفها تشمل كل من المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة والكويت وقطر ومصر والأردن والمغرب وعمان والبحرين ولبنان وتونس¹. وقد شهد الصندوق تأثرا كبيرا بالأزمة المالية حيث سجل انخفاضا في معدل الأداء بلغ -51.2% سنة 2008، ثم شهد الصندوق تحسنا في معدل الأداء سنة 2010 فبلغ 20.3% دلالة على تجاوزه للأزمة وفق ما يظهره الجدول:

الجدول رقم (3-26): تطور معدل أداء صندوق مكاسب للنمو العربي

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
معدل الأداء	-%3.8	-%8.1	%39.0	-%51.2	%20.3

المصدر: Makaseb Arab Tigers Fund, report December 31, 2010, p1

كما تتوفر البحرين على صناديق إسلامية أخرى أهمها:

1- صندوق الأصيل الإسلامي

أسس بنك شامل البحرين الصندوق في 01-09-2005 ويهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال من خلال تحقيق أرباح رأسمالية على المدى الطويل وذلك من خلال الاستثمار في أسهم مدرجة في أسواق الأسهم الخليجية وبعض أسواق الأسهم لدول الشرق الأوسط وجنوب إفريقيا. وقد حقق عائد بلغ مستوى 11% خلال عام 2010. وفق ما يظهره جدول أداء الصندوق².

الجدول رقم (3-27): تطور معدل أداء الأصيل الإسلامي

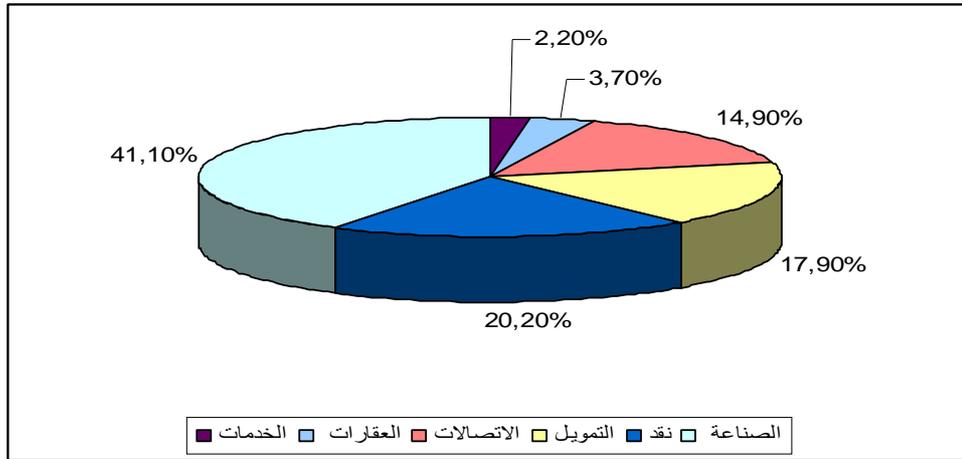
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010
معدل الأداء	-%13.7	%35.2	-%38.1	%16.7	%11

المصدر: Al Aseel Islamic Equity Fund , Monthly Report December 2010, p1

¹ Makaseb Arab Tigers Fund, report December 31, 2010, p01.

² Al Aseel Islamic Equity Fund , Monthly Report December 2010.

الشكل رقم (3-9): توزيع أصول صندوق الأصيل الإسلامي



المصدر: Al Aseel Islamic Equity Fund, Monthly Report, op-cit, p1

يظهر الشكل تنوع أصول صندوق الأصيل الإسلامي، إذ يستثمر بالدرجة الأولى في أسهم القطاع الصناعي بنسبة 41.1%، ثم الاستثمار في أدوات السوق النقدي بنسبة 20.2%، وباقي الأصول تتوزع بنسب متفاوتة لتشمل أسهم القطاع المالي، العقارات، الاتصالات، والخدمات.

2- صندوق التوفيق للاتصالات العربية

أنشأ الصندوق من طرف مجموعة التوفيق المالية في 2005/04/26، الهدف الاستثماري لهذا الصندوق هو تحقيق نمو رأسمالي على المدى الطويل مع التقيد بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية. يسعى الصندوق لتحقيق هذا الهدف عن طريق الاستثمار بشكل فعال في أسهم مدرجة وغير مدرجة في أسواق الأسهم وأوراق مالية ذات علاقة بشركات الاتصالات وشركات البنية الأساسية المؤسسة والعاملة في الشرق الأوسط وإفريقيا وفقاً للموجهات الشرعية¹. وقد حقق الصندوق معدل عائد بلغ 8.77% خلال سنة 2010 وفق ما يظهره جدول أداء الصندوق:

الجدول رقم (3-28): تطور معدل أداء صندوق التوفيق للاتصالات العربية

السنوات	2008	2009	2010
معدل العائد	-49.67%	24.57%	8.77%

المصدر: تقرير صندوق التوفيق للاتصالات العربية، جانفي 2011، ص1

المطلب الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية

¹ تقرير صندوق التوفيق للاتصالات العربية، جانفي 2011، ص1.

يتم في هذا المطلب الاقتصار على تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية بالنظر إلى تركيز قطاع صناديق الاستثمار على الأسهم.

الفرع الأول: تقييم أداء صناديق الأسهم

يتضمن الجدول الآتي تقييم أداء صناديق الأسهم المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية وفق للآتي:

الجدول رقم (3-29): تقييم أداء صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية في مملكة البحرين

اسم الصندوق	المدير	فئة الصندوق	الفترة	التذبذب	شارب -12	شارب -24	شارب -60
سيكو المالي العربي	شركة الأوراق المالية والاستثمار	أسهم محلية		3.07	15.123	1.180	-
القمة	بيت الاستثمار العالمي	أسهم محلية	موافق الشرعية	5.4	0.031	3.253	-2.896
التوفيق للاتصالات العربية	التوفيق للصناديق الاستثمارية المحدودة	أسهم محلية	موافق الشرعية	10	1.340	2.461	1.770
الفا مينا	شركة الجيرا كابيتال	أسهم محلية		2.752	0.334	0.425	-
مكاسب لصناديق الدخل	شركة مكاسب لصناديق الاستثمار	أسهم محلية			0.953	1.769	-0.131
مكاسب للنمو العربي	شركة مكاسب لصناديق الاستثمار	أسهم محلية		17.52	0.033	0.106	-0.059
الأصيل الإسلامي للأسهم	مصرف البحرين الشامل	أسهم محلية	موافق الشرعية	6.8	0.089	0.253	-
مينا البنك العربي	مجموعة العربي للاستثمار	أسهم محلية	موافق الشرعية	6.4	0.042	0.181	-
سيكو للأوراق المالية المختارة	شركة سيكو للصناديق الاستثمارية	أسهم محلية		4.65	0.008	-0.004	-
جلوبل للشركات المتعثرة	بيت الاستثمار العالمي	أسهم خليجية		7	0.894	2.747	-0.83
سيكو لأسهم الخليج	شركة الأوراق المالية والاستثمار	أسهم خليجية		7.066	1.653	2.613	-
سيكو للأسهم الخليجية	شركة الأوراق المالية والاستثمار	أسهم خليجية		6.262	1.852	2.035	-
جلوبل "الطاقة، البتروكيماويات والصناعات التحويلية"	بيت الاستثمار العالمي	أسهم خليجية		10.81	1.217	2.24	-
التوفيق للأسهم الخليجية	التوفيق للصناديق الاستثمارية المحدودة	أسهم خليجية	موافق الشرعية	16.95	0.791	1.452	1.044

-	1.74	1.087	16.75		أسهم خليجية	بيت الاستثمار العالمي	جلوبل للشركات الخليجية الرائدة
-	1.083	0.623	18.8	موافق الشرعية	أسهم خليجية	بنك طيب	الطيب لأسهم دول مجلس التعاون الخليجي
-1.950	0.418	0.114	18.47	موافق الشرعية	أسهم خليجية	بنك طيب	المؤشر الإسلامي لأسهم دول مجلس التعاون الخليجي
-	-	1.646	2.5	موافق الشرعية	أسهم خليجية	صناديق الأولى للاستثمار	الأولى للأسهم العربية
-0.218	0.020	-0.008	2.792		أسهم خليجية	شركة مكاسب لصناديق الاستثمار	مكاسب للأسهم الإماراتية
-0.032	0.05	0.004	2.725		أسهم خليجية	شركة مكاسب لصناديق الاستثمار	مكاسب لفرص الاستثمار الإماراتية

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على البيانات الخاصة بصناديق الاستثمار المدرجة في بورصة البحرين على الموقع

<http://www.mubasher.info/portal/BSE/searchMutualFunds.html>

عند المقارنة بين مستوى أداء صناديق الأسهم المحلية في البحرين يلاحظ من الجدول أعلاه أن صندوق سيكو المالي العربي حقق أفضل أداء خلال فترة عام بتسجيله أعلى قيمة لمؤشر شارب-12 قدرت بـ 15.23، بينما حقق كل من صندوق القمة وصندوق التوفيق للاتصالات العربية أفضل أداء خلال فترة عامين بمعدل أداء لمؤشر شارب-24 بلغ 3.25 و 2.46 على التوالي، مما يعني تفوق أداء صناديق الأسهم المحلية الإسلامية على أداء صناديق الأسهم التقليدية خلال فترة الأزمة المالية. أما فيما يخص فترة شارب-60 فقد سجل صندوق التوفيق للاتصالات العربية أفضل أداء بلغ 1.770.

وعند المقارنة بين أداء صناديق الأسهم الخليجية يلاحظ تفوق أداء الصناديق التقليدية على نظيرتها الإسلامية بالنظر إلى تحقيق صندوق جلوبل للشركات المتعثرة أفضل معدل أداء بلغ 2.747، يليه صندوق سيكو لأسهم الخليج بمعدل أداء بلغ 2.613 وذلك خلال فترة شارب-24. أما خلال فترة شارب-60 فقد حقق صندوق التوفيق للأسهم الخليجية أفضل أداء بتسجيله قيمة 1.044.

الفرع الثاني: تقييم تجربة البحرين في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

أولاً: توفر البحرين على عدة هيئات ومؤسسات مالية دولية تقدم دعماً مهماً لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام.

ثانياً: تتوفر البحرين على سوق مالية إسلامية فكل التعاملات التي تجري بداخلها تخضع للرقابة الشرعية وتستبعد سعر الفائدة من التعاملات. مما يعمل على زيادة ثقة المستثمرين بالصناديق الإسلامية وزيادة الإقبال على شراء وحداتها الاستثمارية على اعتبار أنها تتعامل بأدوات مالية إسلامية.

ثالثاً: اكتمال المنظومة المالية والمصرفية البحرينية، فهي تشمل قطاعات مالية مكتملة من حيث الجوانب التشريعية والتنظيمية، وهذا ما يساعد على تطوير صناعة الصناديق الإسلامية.

رابعاً: احتلت البحرين الصدارة بعدد المصارف المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتتبعها المرتبة الأولى خليجياً، كما تصدرتها كذلك بعدد النوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية. وأظهرت بيانات رسمية صادرة من المجلس العام للبنوك الإسلامية أن البحرين تضم 27 بنكاً يعمل وفق الشريعة الإسلامية إلى جانب 10 نوافذ في بنوك تقليدية. وتعمل في البحرين 5 شركات تمويل واستثمار متوافقة مع أحكام الشريعة، كما يعمل فيها 10 شركات تكافل ليصبح إجمالي المؤسسات العاملة في البحرين وفق الضوابط الشرعية 52 مؤسسة مختلفة¹، الأمر الذي يساعد على إثراء السوق المالية بمزيد من الأدوات المالية الإسلامية وبالتالي توفير مجموعة واسعة من الفرص الاستثمارية تساعد على عمل الصناديق الإسلامية في ظل توجه عدد متزايد من البنوك والمؤسسات المالية إلى هذا النوع من الاستثمارات.

خامساً: تحتل البحرين مركزاً ريادياً في الصناعة المالية الإسلامية إذ يؤدي المصرف المركزي دوراً نشطاً في سوق الصكوك الاستثمارية، ووفق إحصائيات مصرف البحرين المركزي في نهاية جوان 2011 بلغ إجمالي الصكوك المصدرة متوسطة وطويلة الأجل 2.9 مليار دولار، وقد قام بإصدار صكوك إجارة إسلامية ذات استحقاق خمس سنوات في السوق المحلية بقيمة 200 مليون دولار في أبريل 2011. كما يصدر بانتظام صكوكاً قصيرة الأجل.

سادساً: إلا أن تجربة البحرين لا تخلو من السلبيات والنقائص، أهمها اقتصر الصناديق الإسلامية فيها على العمل في قطاع الأسهم وهو القطاع الأكثر عرضة للمخاطر، وعدم الاستفادة من مزايا التنوع الموجودة بالاستثمار في القطاعات الأخرى خاصة في قطاع الصكوك الاستثمارية، وقد شهدت صناديق الأسهم الإسلامية في البحرين تفوقاً في الأداء على نظيرتها التقليدية على المستوى المحلي، بالمقابل شهدت صناديق الأسهم الإسلامية أداءً سلبياً على مستوى دول الخليج نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية على القطاع وانخفاض أسعار النفط والعقارات والقضايا المتعلقة بالديون في كل من الإمارات والكويت.

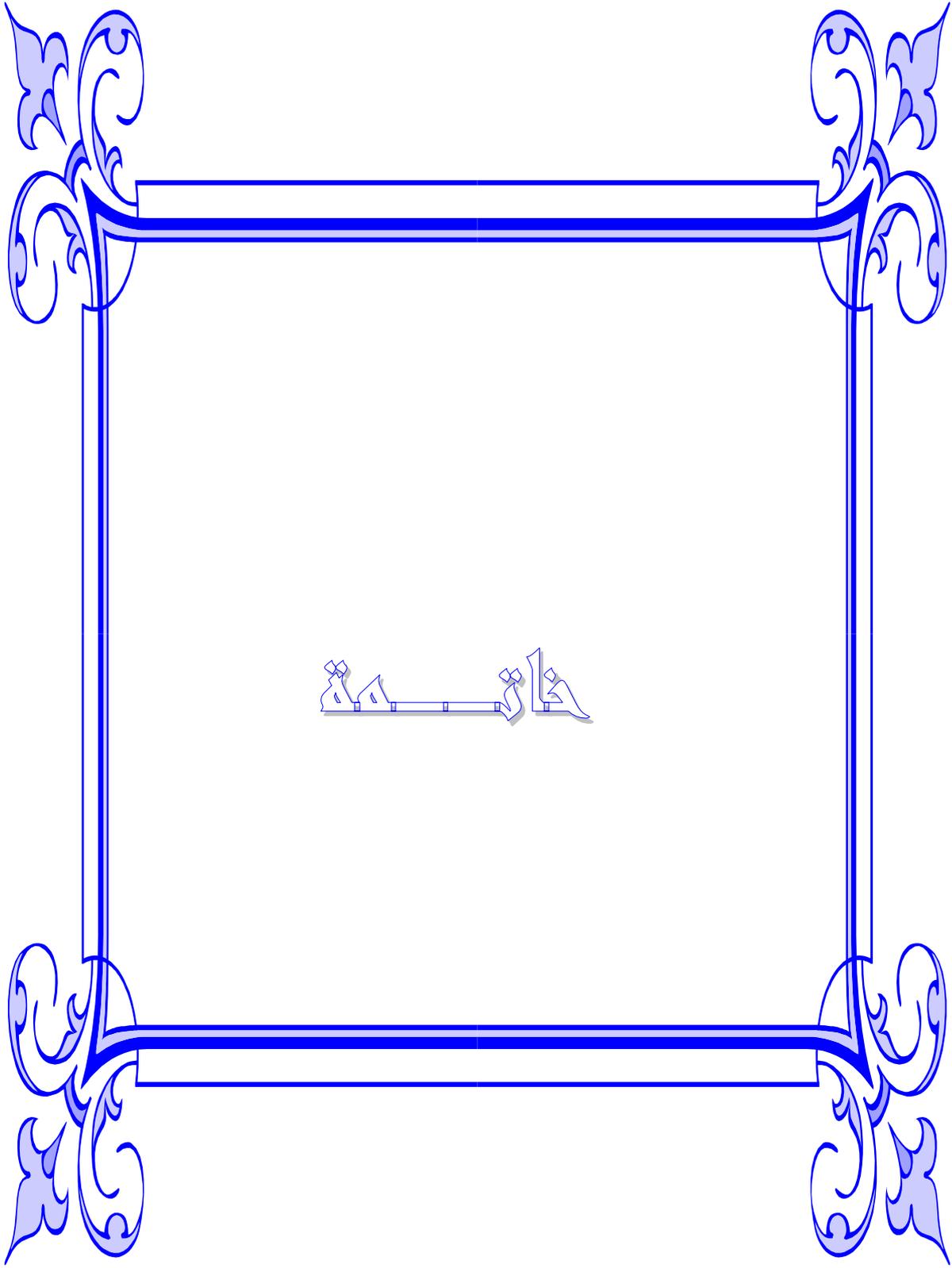
سابعاً: على الرغم من سمعة البحرين كمركز مالي إلا أن معظم الصناديق المنشأة بها غير مكلفة بالاستثمار فيها بل تتجه نحو الاستثمار في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهو ما يؤثر سلباً على مساهمة هذه الصناديق في تمويل وتنمية اقتصادها المحلي.

¹General Cancil for Islamic Banks And Financial Institution , **Islamic Finance In The Gulf Cooperation Cancil**, op-cit, P4.

خلاصة الفصل الثالث

تناول هذا الفصل تطور حجم صناديق الاستثمار الإسلامية، واقعها وأهم التحديات التي تواجه هذه الصناعة، وتم التوصل إلى أن صناعة الصناديق الإسلامية تشهد نمواً ورواجاً على المستوى العالمي، وتمثل دول مجلس التعاون الخليجي مركز هذه الصناعة إذ تستحوذ على أكبر نسبة من حجم الصناديق في العالم، كما أظهر أداء صناديق الاستثمار الإسلامية تأثيراً نسبياً بالأزمة المالية العالمية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية التي شهدت تراجعاً ملحوظاً في أدائها.

ومن خلال دراسة واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية لكل من المملكة العربية السعودية، دولة الكويت، ومملكة البحرين، تم التوصل إلى أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية تفوق نسبياً على أداء صناديق الاستثمار التقليدية في كل من السعودية والبحرين خاصة خلال فترة الأزمة المالية العالمية رغم التفاوت في مستوى الأداء بين الأسواق المدرجة فيها، إلا أنها لم تحقق أداء أفضل في الكويت لما واجهته من قيود خاصة بالإطار القانوني لعمل صناديق الاستثمار بشكل عام والتي عملت على تقليل الفرص الاستثمارية أمام مديري الصناديق. ورغم تفوق أداء الصناديق الإسلامية في التجربتين السعودية والبحرينية إلا أنه ثمة تحديات تواجه مديري هذه الصناديق في مقدمتها ضعف التنوع فتركيزها كان على الاستثمار في قطاع الأسهم ولم تستفد من التنوع في أوجه الاستثمار الأخرى من تأجير، صكوك، سلم، واستصناع. كما يواجه مديري هذه الصناديق تحديات تتعلق بضعف الالتزام بتعليمات الهيئات الشرعية بالإضافة إلى عدم وجود أسواق مال متطورة.



تعد الصناديق الاستثمارية الوسيلة المثلى لتعبئة مدخرات صغار المدخرين وتحقيق العوائد المناسبة لهم من خلال استثمارات سليمة في شركات وأصول ناجحة، ونشأت الصناديق الإسلامية تلبية لمطالب الأفراد الذين يريدون استثمار أموالهم في أصول لا تتعامل بالربا وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، ومن أجل التأكيد من حسن إدارة هذه الصناديق تم تدعيمها بهيئات ومؤسسات شرعية مهمتها وضع الضوابط والقوانين لتسير عليها، هذه البيئة شجعت عدد كبير من الأفراد على الاستثمار فيها بدلا من وضع مدخراتهم في بنوك ومؤسسات لا تراعي الشريعة الإسلامية ولا تقوم باستثمارات ناجحة تخدم المجتمع وتنمي الاقتصاد.

تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا سواء بالنسبة للمستثمرين أو على مستوى الاقتصاد الوطني، إذ تحرص الإدارة القائمة على نشاط هذه الصناديق على تحقيق أهداف المستثمرين وأصحاب الأموال على اختلاف احتياجاتهم، وذلك بالمحافظة على رأس المال وتنميته، وتقليل مخاطر الاستثمار إلى أدنى حد ممكن، والوفاء بمتطلبات السيولة النقدية، وكذا تحقيق دخل دوري وزيادته إلى أقصى حد ممكن، أما على مستوى الاقتصاد الوطني تحقق هذه الصناديق مزايا متعددة يتمثل أهمها في تنشيط أسواق رأس المال وحماية المدخرات الوطنية ومنع تسريبها للاستثمار في الخارج من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات المختلفة لخدمة الاقتصاد الوطني.

نتائج الدراسة:

تتمثل أهم النتائج التي تم التوصل إليها من الدراسة في ما يأتي:

- يقتصر الاستثمار في الصناديق التقليدية على الأوراق المالية المصدرة من مختلف الشركات، على عكس الصناديق الإسلامية التي تستثمر المدخرات استثمارا حقيقيا بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وبذلك تعد الصناديق الإسلامية صناديق استثمار بالمعنى الحقيقي على عكس الصناديق التقليدية فهي بمثابة صناديق توظيف للأموال.

- تتنوع صناديق الاستثمار بحسب هيكل رأسمالها، أهدافها، أساليب إدارتها، نوعية مكوناتها، مدد استثمارها، طريقة توزيع العائد فيها، وسياستها الاستثمارية.

- تثبت الصناديق نفسها كوسيلة جيدة لتجربة المصارف التقليدية الصيرفة الإسلامية ومدى إمكانية تطبيق العقود الشرعية في معاملاتها المصرفية.

- تتمثل أهم المعايير الشرعية في التفرقة ما بين صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية في نوعية الأصول المستثمر فيها، والتي يجب أن تكون من الأصول المباح الاستثمار فيها مثل أسهم الشركات مباحة النشاط أصلا، والصكوك الإسلامية، والابتعاد عن شراء أو بيع أي من الأدوات المالية غير الشرعية، مثل

شركات أصل نشاطها يكون غير مباح، أو تقوم بالاقتراض أو الإقراض الربوي، إلى جانب الخيارات وأدوات الدين بأنواعها. إضافة إلى وجود هيئات شرعية لكل صندوق وذلك ضماناً لشرعية معاملاته.

- يؤدي مدير الصندوق الدور الرئيسي في تحقيق الصندوق لأهدافه.

- تدار أغلب صناديق الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن طريق المضاربة والوكالة بأجر.

- عرفت صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية تطوراً ملحوظاً واستمر نموها في ظل الأزمة المالية العالمية على عكس صناعة صناديق الاستثمار التقليدية التي أظهرت تراجعاً ملحوظاً في نموها نتيجة تأثرها بالأزمة المالية مما أدى إلى تصفية عدد كبير منها وتراجع حجم الأموال المدارة فيها.

- بالرغم من الأداء الجيد للصناديق الإسلامية أثناء الأزمة المالية إلا أنها لم تستفد من التنوع الموجود في أدوات الاستثمار الإسلامية وتركيزها كان على الاستثمار في الأسهم وهو القطاع الأكثر عرضة للمخاطر.

- تعتبر تجربة السعودية رائدة في مجال صناعة الصناديق الإسلامية فهي تحتل المرتبة الأولى عربياً والثانية عالمياً، ومن خلال تقييم الصناديق الاستثمارية بها أظهرت الصناديق الإسلامية تفوقاً في الأداء على نظيرتها التقليدية خاصة خلال فترة الأزمة المالية.

- حققت صناديق الاستثمار الإسلامية في الكويت خسائر جسيمة ناتجة بالدرجة الأولى عن الإطار القانوني الذي يحكم صناديق الاستثمار والمتضمن لشروط وقواعد صارمة كان لها الأثر في تقليص الفرص الاستثمارية أمام مديري الصناديق.

- تعتبر تجربة البحرين عريقة ومتطورة في مجال الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام نتيجة تمتعها بعدة مزايا أهمها السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى توفرها على المؤسسات والهيئات المالية الدولية التي تقدم دعماً مهماً لعمل المؤسسات المالية الإسلامية، إلا أن الصناديق الإسلامية العاملة بها ركزت على الاستثمار بقوة في الأسهم مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى المتوفرة في السوق المالية خاصة الصكوك. وقد حقق أدائها تفوقاً على أداء صناديق الأسهم التقليدية في ظل الأزمة المالية.

- تفوق الصناديق الإسلامية بالأداء على نظيرتها التقليدية في فترات هبوط الأسواق وفي فترة الأزمة المالية دليل على أن الصناديق الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوطاً جيداً في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار الأصول.

اقتراحات الدراسة:

على ضوء النتائج المتوصل إليها من الدراسة يمكن تقديم عدد من الاقتراحات التي من شأنها تفعيل أداء

صناديق الاستثمار الإسلامية ومنها:

- إتباع صناديق الاستثمار الإسلامية لإستراتيجية فاعلة وشاملة لإدارة الأصول عن طريق إيجاد قنوات استثمار أكثر ملائمة من حيث العائد والمخاطرة.

- توفير البيئة التشريعية والتنظيمية الملائمة لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية كإصدار أنظمة ولوائح طرح وحدات صناديق الاستثمار وتداولها، وإنشاء الجهة المشرفة على سوق المال في كل بلد لهيئة شرعية موحدة لها.
- تطوير مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية في البلدان العربية من أجل تقديم الدعم الكامل لعمل المؤسسات المالية الإسلامية بما فيها صناديق الاستثمار الإسلامية.
- قيام صناديق الاستثمار بتوجيه المساهمين فيها إلى الأنشطة الطويلة الأمد وأن تقوم هذه الصناديق بدورها في توطيد رؤوس الأموال وتوطيد التكنولوجيا في البلاد العربية والإسلامية وأن تساهم في نهضة صناعية يعتبر العالم الإسلامي في أمس الحاجة إليها.
- الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار الإسلامية لزيادة ثقة المستثمرين وبالتالي زيادة الطلب على وحداتها الاستثمارية في الأسواق المالية.
- القيام بمزيد من البحث العلمي وعقد المؤتمرات والندوات بين القائمين على البنوك والعلماء والفقهاء، بهدف التعريف بصيغ وأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية من حيث مفاهيمها وطبيعتها وشروطها، بالإضافة إلى ابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية تساعد على الاستثمار في البنوك وصناديق الاستثمار الإسلامية.
- توعية وتنقيف العاملين في صناديق الاستثمار الإسلامية على معرفة واستيعاب ومراعاة ما ورد في ميثاق العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وعلى ضرورة التزام العاملين في هذه المؤسسات بالمبادئ الأخلاقية والسلوكية الواردة في هذا الميثاق في أثناء مزاولتهم المهنة حتى يكون سلوك شاغلها سلوكاً أخلاقياً مقبولاً مبني على أسس شرعية مهنية.
- فتح المجال في الجزائر أمام شركات الاستثمار والبنوك الإسلامية لتعمل في سوق ضمن ضوابط تضمن سلامة وحماية أموال واستثمارات الأفراد والمؤسسات.

آفاق الدراسة:

- يمكن مواصلة البحث في الموضوع من جوانب أخرى أهمها:
- تحديات وفرص صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل العولمة؛
- دور نظم المعلومات المحاسبية في زيادة فعالية أداء صناديق الاستثمار؛
- عقد المضاربة ودوره في إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- دور أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية؛
- صناديق الاستثمار ومبادئ الحوكمة.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- القرآن الكريم.
- أحمد أبو موسى رسمية، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز، عمان، الأردن، 2005.
- الأنصاري أسامة عبد الخالق، "الدليل العملي للاستثمار في البورصة"، دار السحاب، القاهرة، مصر 2008.
- بن إبراهيم السويلم سامي، "صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي"، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004.
- بن سليمان بن محمد آل سليمان مبارك، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- البهجي أحمد عصام، "الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009.
- حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية - البورصة"، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.
- حماد طارق عبد العال، "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2001.
- الحناوي محمد صالح، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، الطبعة الثانية، 1997.
- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005.
- الحناوي محمد صالح، فمال فريد مصطفى، جلال العبد، "تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية" المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- حنفي عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2007.
- حنفي عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمار الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- حنفي عبد الغفار، زكي قرياقص رسمية، "البورصات والمؤسسات المالية"، الإبراهيمية، الإسكندرية مصر، 2002.

- الجنيدل حمد بن عبد الرحمان، أبو دية إيهاب حسين، "الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي"، دار حرير، عمان، الأردن، 2009.
- خصاونة أحمد سليمان، "المصارف الإسلامية- مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتيجية مواجهتها"، عالم الكتب الحديثة، عمان، الأردن، 2008.
- خلف فليح حسن، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
- خلف فليح حسن، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
- الداغر محمد محمود، "الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005.
- دباس العبادي هاشم فوزي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الهندسة المالية" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- دواية أشرف محمد، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام القاهرة، مصر، 2004.
- رمضان زياد، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- راغب النجار فريد، "إدارة شركات تداول الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- السيد أحمد لطفي أمين، "المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية"، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003.
- السيد أحمد لطفي أمين، "المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية"، الدر الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثالثة، مصر، 2008.
- السيد طایل مصطفى كمال، "دراسة قرار الاستثمار في المصارف الإسلامية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.
- السيد عليوة، "تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006.
- شطناوي زكريا سلامة عيسى، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009.
- شموط مروان، كنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات القاهرة، مصر، 2008.

- عبد الحليم صقر عطية، "صناديق الاستثمار"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1997.
- عبد ربه محمد محمود، "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- عبد العلي أسعد حميد، "استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
- عطية أحمد صلاح، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2002.
- عطية صلاح أحمد، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- عرفة سيد سالم، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، الأردن، 2009.
- عوض عبد الجواد محمد، الشديفات إبراهيم علي، "الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية"، دار الحامد، عمان، الأردن 2006.
- العلي أحمد، "إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية"، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2007-2008.
- فريد مصطفى نهال، عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2007.
- قاسم منى، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1995.
- قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009.
- القرني محمد علي، "الأسواق المالية"، دار حافظ، حده، السعودية، 1995.
- قيصر الهيتي عبد الكريم، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان دمشق، سوريا، 2006.
- مبروك عبد المقصود نزيه، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- مطر محمد، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2003.
- مطر محمد، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الخامسة، 2009.
- مطر محمد، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

- هندي منير إبراهيم، "أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
- هندي منير إبراهيم، "إدارة المنشآت المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006.
- هندي منير إبراهيم، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
- هندي منير إبراهيم، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 2005.
- هندي منير إبراهيم، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999.
- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأوراق المالية"، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية" البحرين، 2007.
- وليم أندراوس عاطف، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.

2- الرسائل والأطروحات

- أنس عبد الواحد صالح الجابر، "أحكام الرجوع في العقود المالية في الفقه الإسلامي (دراسة فقهية مقارنة)"، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2007.
- إياس غانم، "صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا 2009.
- بن عبد الله الشبيلي يوسف، "الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي"، أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2006.
- بن علي ثويني الثنيان خالد، "صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)" دراسة تحليلية شرعية اقتصادية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005.
- بن يوسف زيني فريدة، "صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - دراسة تجربة مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية"، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، دمشق، سوريا 2005-2006.
- الجورية أسامة عبد الحليم، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، السعودية، 2009.

- عبو عمر، "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية"، عرض تجارب بعض الدول العربية مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك، جامعة الشلف، 2009-2010،
- علي محمد بني عامر زاهرة، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
- قندوز عبد الكريم، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2008.
- محمد نصار خالد، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية - دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة وتمويل، فلسطين، 2006.
- ناصر سليمان، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005.

3- المؤتمرات والندوات

- أبو غدة عبد الستار، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي الإمارات 2005.
- أبو النصر عصام عبد الهادي، "نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل" كلية التجارة، جامعة الأزهر، مصر، 22 - 3 - 1997.
- أحمد أبو بكر صفية، "الصكوك الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 31 ماي-3 جوان 2009.
- أحمد أبو بكر صفية، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15 - 17 ماي 2005.
- الباكر عبد الرحمن، "خلق أسس قوية للمرحلة المقبلة من تطوير أسواق الاستثمار الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر السادس حول صناديق الاستثمارات الإسلامية وأسواق رأس المال الإسلامي، البحرين في 25-26 ماي 2010.

- براق محمد، قمان مصطفى ونشئ فتحة، "أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بگرداية، الجزائر 11-13 فيفري 2011.
- بلعزوز بن علي، قندوز عبد الكريم، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول "إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن 2007.
- بن عبد الله الشبيلي يوسف، "الرقابة الشرعية على المصارف، ضوابطها وأحكامها، ودورها في ضبط عمل المصارف"، ورقة بحثية مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة الإمارات، 2008.
- بن غالب بن حسن آل دائلة حسن، "زكاة الصناديق الاستثمارية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، السعودية في 22 ماي 2008.
- بن محمد المطلق عبد الله، "الصكوك"، ورقة بحثية مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم جامعة الملك عبد العزيز، جده، المملكة العربية السعودية، 24-26 ماي 2010.
- بوغافية رشيد، مزبود إبراهيم، "الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة الجزائر 5-6 ماي 2009.
- خطاب كمال توفيق، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي - 3 جوان 2009.
- الجارحي معبد علي، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز في جدة، السعودية، في 24-26 ماي 2010.
- جبر هشام، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، ماي 2005.

- خنيوة محمد الأمين، علي موسى حنان، "منتجات الهندسة المالية - الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بغرداية، الجزائر، 22-23 فيفري 2011.
- دوابه أشرف محمد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010.
- الربابعة علي فقير أسامة، "المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية - دراسة وتحليل"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- زغلول حلمي خالد سعد، "النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار - عرض للتجربة الكويتية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات، 2007.
- شحاته حسين حسين، "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.
- 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.
- علي محمد صالح فتح الرحمن، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، جويلية 2008.
- عماري صليحة، سعدان آسيا، "المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.
- فرحي محمد، بن ناصر فاطمة، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- القرني محمد علي، "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للندوة السادسة عشرة لدلة البركة، بيروت، لبنان، 24 صفر 1420هـ.

- القري محمد علي، "دور صناديق الاستثمار في تمويل البنية التحتية"، بحث منشور ضمن أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 11-13/10/1999.
- القري محمد علي، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998.
- قندوز عبد الكريم، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات، 6-8/03/2007.
- قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009.
- الشايجي وليد خالد، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010.
- محمود البعلي عبد الحميد، "إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 05/06/2007.
- محمود الصلاحيين عبد الحميد، "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية ودورها في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية - آفاق وتحديات، الإمارات، 2007.
- هوبل عولجان وليد، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 06 مارس 2007.

4- المقالات

- علي محمد صالح فتح الرحمان، "أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، بنك السودان، الخرطوم، العدد 26، ديسمبر 2002.
- قندوز عبد الكريم، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي مجلد 20، العدد 2، 2007.

5- الجرائد والدوريات والتقارير

- جريدة الأنباء، العدد 12775 ليوم 2010/03/15.
- جريدة الأنباء، العدد 12633 ليوم 2011/05/16.
- جريدة الشرق الأوسط، العدد 11760، ليوم 2011/02/08.
- جريدة القبس، العدد 13215، ليوم 2010/03/15.
- التقرير الاقتصادي للبنك المركزي الكويتي، 2009-2010.
- التقرير السنوي لسوق البحرين للأوراق المالية، 2009.
- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية، 2009.
- تقرير صندوق النقد العربي حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 61، الربع الأول والثاني من سنة 2010.
- التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، جويلية 2009، ومارس 2010.
- تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2010.
- قانون مصرف البحرين المركزي والمؤسسات المالية، 2006.
- قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 137 (15/3)، بشأن صكوك الإجارة في دورته الخامسة عشر بتاريخ 14-19/01/1425.
- قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 30 (4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار في دورته الرابعة بتاريخ 18/04/1408.
- قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 07/01/63، بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة، ماي 1992.
- قرار الهيئة المالية السعودية رقم 01/193/2006 المتعلق بلائحة صناديق الاستثمار، المؤرخ في 15/07/2006.
- المرسوم رقم 31 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، الكويت، 1990.
- اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال بالكويت، 2010.
- وحدة البحوث والدراسات في بنك بويان، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، تقرير جوان 2011.

6- المراجع باللغة الأجنبية

- Abd-Karim Rahimie, "*Analysing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: a Critical Review of the Malaysian Case*", Doctoral thesis, Durham University, Malaysia, 2010.
- Anderson Sethc, Ahmed Parvez, "*Mutual Funds - Fifty Years OF Research Findings*", Springer, United States of America, 2005

- Capital standards,"*Kuwait Investment Funds*", Industry Research, January 2011.
- Ernest & Yong, *Islamic funds And Investment*, Report 2010.2011
- Filippo Stefani, "*Investment Strategies of Hedge Funds*", The Atrium, Southern Gate, Chichester, England, 2006.
- General Cancil for Islamic Banks And Financial Institution , "*Islamic Finance In The GCC*", report 2010.
- Hesham Merdad, M. Kabir Hassan, Yasser Alhenawi, "*Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study*", J.KAU: Islamic Econ., Vol. 23 No. 2: (2010 A.D./1431 A.H.)
- Investment Company Institute, *Worldwide Mutual Fund Assets and Flows In Second Quarter 2010*: www. Ici. Org,
- John Bogle, "*Mutual Funds Industry Handbook*", A Comprehensive Guide for Investment Professionals, Boston Institute Of Finance, United States of America, 2005.
- John Wiley & Sons Ltd,"*An Introduction To Mutual Funds World wide*", Ray Russell, Chichester West Sussex, England, 2005.
- Marcus bodie kane, *Investments*, Mc Graw-Hill, United states of America, Fifth edition, 2003.
- Rodney Wilson, The Development of Islamic finance in GCC, Working Paper, in Kuwait Programme on development, Governance and Globalisation in the Gulf States, kuwait, 2009.
- Said Elfakhani, and M Kabîr Hassan, "*performance of islamic mutual funds*", economic research forum, grand Hyatt, Cairo, Egypt, 12 annual conference, 19-21 December, 2005.
- Thomas Schneeweis, & Georgi Georgiev, "*The Benefits of Hedge Funds*", Mercantile, New York, United States of America, 2002.
- Taqi Usmani "*An Introduction To Islamic Finance*", An online publication by accountancy.com.pk
- Taqi Usmani," *Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund*", :journal Of Islamic Economics., Vol. 21 No:2. 2009.
- Tariqullah Khan And Dadang Muljazan, "*Islamic financial Architecture Risk Management And Financial stability*" , Islamic research and training institute, Islamic development bank, Jeddah, Saudi Arabia, 2006.

7- المواقع الالكترونية

- | | |
|--|--|
| www.kantakji.org | - موقع فقه المعاملات الإسلامية |
| www.closed-end-funds.com | - الموقع الرسمي لصناديق الاستثمار المغلقة |
| www. Ici. Org | - الموقع الرسمي لشركات الاستثمار في العالم |
| www. Gulf base.com | - الموقع الرسمي لأسواق المال الخليجية |
| www.alrajhibanc.com | - الموقع الرسمي لشركة الراجحي للاستثمار |

- الموقع الرسمي للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية
<http://Islamic finance.net/bank.html>
- الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي (تداول)
www.tadawul.com
- الموقع الرسمي لشركة إتش أس بي سي
<http://www.HSBC.com>
- موقع شركة جدوى للاستثمار:
<http://www.jadwa.com>
- الموقع الرسمي لسوق البحرين للأوراق المالية
<http://www.bahrainbourse.com>
- الموقع الرسمي لشركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية
<http://www.adamco.com>
- الموقع الرسمي لشركة بيت الاستثمار العالمي
<http://www.global.com>
- موقع معلومات مباشر
<http://www.mubasher.com>
- موقع صناديق الاستثمار
<http://www.sundoog.com>