

## الفصل الثاني

### الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية

ويشتمل على:

المبحث الأول: التعريف بالصناديق الاستثمارية، ونشأتها.

المبحث الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية، وخصائصها.

المبحث الثالث: التعريف بالجهات والأنظمة الحاكمة لعمل الصناديق

الاستثمارية في المملكة العربية السعودية.

المبحث الرابع: الملامح العامة لصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

وخصائصها.



## الفصل الثاني

### الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية

وفيه أربعة مباحث

#### المبحث الأول

#### التعريف بالصناديق الاستثمارية، ونشأتها

وفيه مطلبان

#### المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار لغة واصطلاحًا:

حتى نتمكن من الوقوف على ماهية الصناديق الاستثمارية وحقيقتها نبدأ بالوقوف على معنى المفردتين لغة، وذلك قبل تعريفهما لغة بعد التركيب، ثم الوقوف على تعريفهما اصطلاحًا بعد التركيب.

#### الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار لغةً:

أما الصُّنْدُوق بضم الصاد، وفتح الصاد فيها عامي<sup>(١)</sup>، وقيل: قد يفتح<sup>(٢)</sup>، وهو وعاء تحفظ فيه الأشياء، والجمع: صناديق<sup>(٣)</sup>، وكأن دوزي والمعجم الوسيط أكثر تحديدًا في وصفه، فذكروا أن الصندوق هو: "وعاء من خشب أو معدن تحفظ فيه الملابس والكتب"<sup>(٤)</sup>.

وزاد المعجم الوسيط: "ومجموع ما يُدَخَّر ويحفظ من المال كصندوق الدين"<sup>(٥)</sup>، ويدل

(١) الفيومي، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، ٢٣٥/١.

(٢) محمد بن يعقوب الفيروزآبادي، القاموس المحيط، تحقيق: مكتب تحقيق التراث، بيروت: مؤسسة الرسالة، ٨، ٢٠٠٥م، ص ٩٠٢، الزبيدي، تاج العروس، ٤١/٢٦.

(٣) محمد بن أبي بكر الرازي، مختار الصحاح، تحقيق: يوسف الشيخ محمد، بيروت: المكتبة العصرية، ٥، ١٩٩٩م، ص ١٧٤.

(٤) المعجم الوسيط، ٥٢٥/١.

(٥) المرجع السابق نفسه.

إيراد دوزي له في معجمه على أنها محدثة، وهذا ما جزم به المعجم الوسيط، مع ملاحظة أن ما ورد من معناها يقتصر على المعنى الحسي، لكن ورد في معجم اللغة العربية المعاصرة أن لها معنى يخرج عن المعنى الحسي المذكور، فذكر أن من معانيها: "منظمة تتولى إنفاق وإدارة اعتماد مالي ما، وتهدف إلى تحقيق نفع ما للمشاركين فيها"<sup>(١)</sup>.

أما الاستثمار فقد سبق الحديث عنه سابقاً<sup>(٢)</sup>، وأن المقصود به لغة: طلب توليد وتنمية المال بأنواعه.

### تعريف صندوق الاستثمار لغة بعد التركيب:

من خلال تعريف الصندوق، ومن خلال تعريف الاستثمار يمكن أن نقف على معنى صندوق الاستثمار من خلال هذين المعنيين، ويلاحظ أن استعمال كلمة صندوق عند الإضافة تشتمل على محذوف يفهم من خلال الاصطلاح الناتج عن تركيب اللفظين، فيقال: صندوق البريد لصندوق يثبت في بعض الشوارع والأماكن لتلقى فيه الرسائل ثم يجمعها عمال البريد، ويعني أيضاً: صندوق صغير يُودع فيه بريد شخص أو جهة ما ويُعطى رقمًا مُعينًا<sup>(٣)</sup>، وهذه الاستعمالات على هذا النحو تفيد وجود محذوف تقديره (المستعمل في ... ) أو (المستخدم في مجال ...).

ومن خلال هذه المقدمات يمكن تعريف صندوق الاستثمار لغة من خلال مفردتيه بأنه: وعاء تجمع فيه الأموال بهدف تنميتها.

### الفرع الثاني: تعريف صناديق الاستثمار اصطلاحاً:

على الرغم من النشوء الحديث نسبياً للصناديق الاستثمارية - كما سيأتي - إلا أن الدراسات المتعددة حول الصناديق الاستثمارية أدت إلى وجود عدد كبير من التعريفات

(١) عبد الحميد، معجم اللغة العربية المعاصرة، ١٣٢٢/٢.

(٢) راجع الفصل الأول ص ٥٠.

(٣) عبد الحميد، معجم اللغة العربية المعاصرة، ١٨٥/١.

للصناديق الاستثمارية تختلف فيما بينها بحسب اهتمام ونظرة الباحث لهذا الصندوق، فضلاً عن اتجاهه العلمي والفني، بالإضافة إلى القول بتعذر إيجاد تعريف، وأمام هذا العدد الكبير من التعريفات يمكن تقسيمها إلى فئات تتقارب فيها كل مجموعة من حيث النظرة والانطلاق والعناصر التي يشتمل عليها التعريف<sup>(١)</sup>.

ويلاحظ أن بعض المؤسسات المالية تستعمل اصطلاح (المحافظ الاستثمارية) بدلاً من (الصناديق الاستثمارية)، ومن ذلك ما يقوم به بنك الرياض من تسميته لهذه الأوعية الاستثمارية بالمحافظ، منها: محفظة الأسهم الأمريكية، ومحفظة الأسهم الأوروبية، ومحفظة الأسهم اليابانية، فضلاً عن أن بعض الجهات تطلق على هذه الصناديق (الإصدارات الاستثمارية)، إلا أن بعض المؤسسات تفرق بين هذين؛ بأن الإصدارات غالباً ما تكون قصيرة الأجل لا تستغرق مدة عام كامل، كما يغلب عليها كونها مغلقة، وتشمل عمليات استثمارية محددة الخصائص المالية منذ بداية تكوينها، في حين تكون الصناديق مفتوحة، وتتكون من عمليات متجددة أثناء فترة الصندوق، تكون في الغالب في استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل، ويعد لها مركز مالي دوري يوضح حساب الأرباح والخسائر<sup>(٢)</sup>.

### الفئة الأولى: الإحجام عن تعريف صندوق الاستثمار أو إجماله بما لا يميزه:

منذ أن اشتد ولع البعض بوضع التعريفات، سواء من فقهاء الإسلام، أو ممن قبلهم من أرباب المنطق اليوناني؛ ظهرت إشكالية صعوبة أو تعذر وضع تعريف لبعض المصطلحات أو الأشياء، وقد تعددت هذه الأسباب، منها تعذر تعريف ما يُدْرَك بالضرورة، فليس من الممكن تعريفه بما هو أظهر منه<sup>(٣)</sup>، فالشيء لا يُجَدُّ بأخفى منه<sup>(٤)</sup>، كذلك إذا اشتمل الشيء المراد تعريفه على عدد من الحقائق المتعددة والمختلفة، مع وجود

(١) انظر في تقسيم التعريفات إلى مجموعات: دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ٩٠ وما بعدها.

(٢) الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء، ٨٤/١.

(٣) محمد بن عمر الرازي، المحصول، تحقيق: طه جابر العلواني، مؤسسة الرسالة، ط ٣، ١٩٩٧م، ١٨٥/٥.

(٤) عبدالله بن أحمد بن قدامة، روضة الناظر وجنة المناظر، مؤسسة الريان للطباعة والنشر، ط ٢، ٢٠٠٢م، ٦٤/١.

شروط متعددة لكل حقيقة منها، ولهذا اختار إمام الحرمين تعذر تعريف القياس بحد حقيقي<sup>(١)</sup>، أو تَعَدُّد الصور التي يظهر عليها الشيء المراد تعريفه، فيتعذر إيجاد الجامع بينها، ولا يجوز إفراد أحدها بتعريف، فالأول سيجعل التعريف غير مانع، والثاني سيجعله غير جامع، وهو مخالف لشرط التعريفات والحدود.

ولعل السببين الأخيرين هما ما دفع البعض إلى الإحجام عن تعريف صندوق الاستثمار، فقد اختلف شراح الأنظمة فيما بينهم، وكذلك النظم القانونية والتشريعية حول تمتع الصندوق الاستثماري بالشخصية الاعتبارية، أو عدم تمتعه -على سبيل المثال- مما سيؤثر في طبيعتها القانونية، وصفة الشركاء فيها، الأمر الذي سيؤثر أيضاً على التكييف الفقهي وما يتبعه من أحكام<sup>(٢)</sup>.

ومما يدخل في هذه الفئة -أيضاً- الإقدام على تعريف صندوق الاستثمار بما يتضح أن واضع التعريف قد واجهته إشكالات في التعبير عن صندوق الاستثمار بكلمات معينة، فلما أعوزه التعريف لجأ إلى أسلوب التجهيل، ومن ذلك قول بعضهم في الصناديق الاستثمارية أنها: "مؤسسات مالية ذات طبيعة خاصة وذات أغراض خاصة، تتمثل في تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره جهة أخرى ذات خبرة استثمارية واسعة مقابل عمولة معينة"<sup>(٣)</sup>، فقوله "ذات طبيعة خاصة وذات أغراض خاصة" هروب من التعريف لصعوبته عليه، وإحجام عن هذا التعريف.

ومن ذلك -أيضاً- قول بعضهم في تعريف الصندوق أنه: "أشبه ما يكون بوعاء مالي..."<sup>(٤)</sup>،

(١) عبد الملك بن عبد الله، الجويني، البرهان في أصول الفقه، تحقيق: صلاح بن محمد، بيروت: دار الكتب العلمية، ١٠، ١٩٩٧م، ٦/٢.

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، الكويت، د.ن، د.ط، ١٩٩٥م، ص ٢٦.

(٣) خالد الكنجي، سوق الأوراق المالية في الجماهيرية الليبية، أحمد بيت المال، ندوة بتنظيم اللجنة الشعبية العامة للتجارة والاستثمار، ليبيا، ٢٠٠٥م، ص ٢٩.

(٤) المرجع نفسه.

فقله "أشبه ما يكون... لا يمكن تفسيره، هل هو وعاء مالي أم لا؟ وإذا لم يكن وعاءً مالياً فما هو؟ فيدخل أيضاً في تجهيل التعريف.

### الفئة الثانية: تنطلق من توصيف الصندوق:

والحقيقة أن هذه المجموعة من التعريفات ليست متجانسة فيما بينها، وإنما يجمعها أن أصحابها ينطلقون في تعريف من توصيف الصندوق، فإذا نظر إلى الصندوق باعتباره شخصية اعتبارية بدأ التعريف بقوله: "مؤسسة مالية..."<sup>(١)</sup>، أو "كيانات مالية..."<sup>(٢)</sup>، وإذا لم تعتبرها ذات شخصية اعتبارية ربما أسمتها: "وعاء مالي..."<sup>(٣)</sup>، أو "أوعية..."<sup>(٤)</sup>، أو "سلة..."، كما أنها قد تكون أكثر تحديداً في توصيفها الفقهي والقانوني، فتعبر عنها بلفظ: "شركة..." أو "عقد شركة..."، أو "شركات..."، ونورد هذه التعريفات كاملة في الفئات التالية.

والحقيقة أن الانطلاق من تعريف صندوق الاستثمار من ذاته أو حقيقته عند من يقوم بالتعريف هو الطريق الطبيعي لوضع التعريف، وهو المرحلة الأولى من أجل إيجاد،

(١) براق محمد، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، غرداية الجزائر، ٢٠١١م، ص ٤.

(٢) عطية فياض، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ٢٢/٣/١٩٩٧م، ص ٣٨، أحمد عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الاسكندرية: الدار الجامعية، د.ط، ٢٠٠٣م، ص ٧.

(٣) محمد، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار، ص ٤. محمد الخناوي، وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية، د.ط، ٢٠٠٤م، ص ٢٤١. حسن محمد الفطاطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، الأردن: الفطاطة للدعاية والإعلان، د.ط، د.ت، ص ١٧. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، ط ١، ١٤١٥هـ، ص ٤٥. محمد الخناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الاسكندرية: الدار الجامعية، د.ط، ٢٠٠٥م، ص ٢٠١. عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح، ص ٨.

(٤) سعد عبد الحميد مطاوع، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية، د.ط، ٢٠٠٣م، ص ٦١٣.

وإنما أردنا بيان مدى اختلاف واتفاق واضعي التعريفات في البدء بماهية صندوق الاستثمار بحسب رؤيته الخاصة، وما وصل إليه من تكييف.

ومع ذلك فهناك من اعتمد فقط على التوصيف في التعريف دون إيجاد ما يميزها عن غيرها، ومن ذلك قولهم إن صندوق الاستثمار هو: "إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية من الأسهم والسندات والأذون والوحدات السهمية والوثائق والودائع المصرفية وغيرها"<sup>(١)</sup>، فكونها إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية لا يميزها عن غيرها من المؤسسات التي تعمل في نفس المجال، وبالتالي فالتعريف غير مانع.

#### الفئة الثالثة: تعتمد على موجودات الصندوق في التعريف به:

وهذه المجموعة قد تنطلق ابتداءً من موجودات الصندوق في التعريف به، كقول بعضهم: "مجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح"<sup>(٢)</sup>، وبعضهم ينطلق في التعريف معتمداً على الموجودات بعد الخطوة المذكورة في الفئة الثانية، وهي البدء بماهية الصندوق، فيجعل من الموجودات فصلاً أو خاصية تميزه عما يشترك معه في الماهية: كالاشتراك في المؤسسة، أو الشراكة، أو الوعائية ونحو ذلك، ومنه قول بعضهم: "أوعية استثمارية تشتمل على مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق فائدة التنوع الذي يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار"<sup>(٣)</sup>، وبعضهم عبر بأنها: "سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات..."<sup>(٤)</sup>.

(١) سيد عيسى، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، ندوة صناديق الاستثمار بمصر، ٢٢/٣/١٩٩٧م، ٧٥/١.

(٢) أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، الأردن: دار المناهج، ط ٢، ٢٠٠٣م، ص ٨٨.

(٣) حمزة الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان: مؤسسة الوراق، ط ١، ٢٠٠٤م، ص ٥٠.

(٤) مجموعة خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، إشراف: عبدالرحمن توفيق، دن، د.ت، ص ٢٣. نادبة أبو فخر، وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة جامعة عين شمس، د.ط،

### الفئة الرابعة: تعتمد على بيان نشاط الصندوق:

تقوم هذه الفئة بتعريف صندوق الاستثمار بعد بيان ماهيته الواردة في الفئة الثانية بالاعتماد على نشاط الصندوق كميز له عن مثيله مما يشترك معه في جنسه، لكنه - ومع ذلك - قد يذكر نشاطا للصندوق لا يميز عمله في الحقيقة عن غيره، كقول بعضهم بأن صندوق الاستثمار: "مؤسسة مالية تتولى تجميع المدخرات الخاصة بصغار المستثمرين، ثم تقوم بإدارة عمليات استثمار هذه الأموال وبشكل محترف"<sup>(١)</sup>، وعرفها البعض أيضاً بقوله: "شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة"<sup>(٢)</sup>، والحقيقة أن المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات وتستثمرها متعددة جداً، ولا يقتصر هذا على الصناديق الاستثمارية، وكذلك الشركات المساهمة تدخل في موجب التعريف الثاني.

### الفئة الخامسة: تعتمد على توصيف العلاقة بين أطراف الصناديق الاستثمارية:

تقوم هذه الفئة بالاعتماد على ذكر الأطراف المتعلقة بالصندوق من الجهة المصدرة وإدارة الصندوق والمساهمين، وغالباً ما تعتمد التعريف بعد بيان الماهية المذكور في الفئة الثانية، ومن ذلك قولهم: "عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الإصدار"<sup>(٣)</sup>.

(١) خيري الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، د.ن، د.ط، ١٩٩٧م، ص ١٨٣.

(٢) الكجيجي، سوق الأوراق المالية في الجماهيرية الليبية، ص ٢٩.

(٣) أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، الاسكندرية: مؤسسة شباب

الجامعة، ١٩٩٩م، ص ٦. الكجيجي، سوق الأوراق المالية في الجماهيرية الليبية، ص ٣٣.

### الفئة السادسة: محاولة جمع عناصر وشروط الصناديق الاستثمارية في التعريف:

لم تكتف هذه الفئة في تعريفها بوضع ما يميز الصندوق الاستثماري عن غيره - وهو الهدف الرئيس من وضع التعريفات - بل بالغت في ذكر عناصر وشروط الصندوق، بما يخرج التعريف عن غرضه، ويتسبب في طوله، بالرغم من أن هذا الجمع مما يسهل تقريبه إلى الأذهان. ومن هذه التعريفات ما جاء من تعريف الصندوق الاستثماري في معجم اللغة العربية المعاصرة حيث ورد فيه أنه: "محفظة استثمارية تتم إدارتها بواسطة جهة مالية متخصصة، وتشتمل على أسهم وسندات واستثمارات أخرى مقسمة إلى حصص مملوكة للمستثمرين، ويتغير سعر الحصة في الصندوق يوميًا بناء على التغير في أسعار الأوراق المالية المكونة له"<sup>(١)</sup>، ومن الواضح أن هذا التعريف أقرب إلى التعريف الاصطلاحي وليس اللغوي، ولهذا رمزوا له بأنه تعريف في علم الاقتصاد.

### الفئة السابعة: النظر إلى الصندوق الاستثماري باعتباره جزءًا من نظام

#### استثماري كامل:

ولهذا تُعرّف هذه الفئة الصندوق الاستثماري باعتباره (برنامجًا) أي أحد الأنظمة الاستثمارية المعمول بها، وعلى هذا فهذه النظرة يغلب عليها أن تصدر من جهة حكومية، أو جهة تنظر إلى الاقتصاد نظرة كلية عند معالجة جزئيات وتفصيل هذا الاقتصاد. وطبقًا للبند (أولاً/أ) من قرار وزير المالية والاقتصاد رقم ٢٠٥٢/٣، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤ هـ فقد عرّف المُنظّم السعودي صندوق الاستثمار بأنه: "برنامج استثمار مشترك، ينشئه البنك المحلي، بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي؛ بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيًا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة"<sup>(٢)</sup>، لكن هذا التعريف تم تعديله بموجب نظام السوق

(١) عبد الحميد، معجم اللغة العربية المعاصرة، ١٣٢٢/٢.

(٢) مؤسسة النقد العربي السعودي، الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، قواعد تنظيم صناديق الاستثمار، ص ٧٤.

المالية (م/٣٠)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ حيث أفرد النظام المشار إليه فصلاً كاملاً هو الفصل السادس لتنظيم الصناديق المشار إليه تحت عنوان: (صناديق الاستثمار وبرامج الاستثمار الجماعي)، حيث نصت في المادة (٣٩/أ) على تعريف صندوق الاستثمار بأنه: برنامج استثمار مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الاستثمار مقابل رسوم محددة.

ويلاحظ أن التعريف الأخير بهذه التعديلات قد وضع شروطاً جديدةً أيسر مما سبقه، وذلك كإلغاء اشتراط أن يقوم بالإصدار البنك المحلي، وغير ذلك من الشروط التي سنتعرض لها في المبحثين الثالث والرابع، ما يدل على أن المنظم السعودي قد توجه إلى توسيع دائرة هذا النوع من الاستثمارات بعد التجربة الناجحة لها، وما ظهر من فوائدها ومزاياها.

ولم يخرج التعريف كثيراً في حال الصناديق المتخصصة إلا بمقدار ما يمليه هذا التخصص، فقد ورد في تعريف صندوق الاستثمار العقاري بلائحة صناديق الاستثمار العقاري بأنه: "برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير للصندوق مقابل رسوم محددة"<sup>(١)</sup>.

ويؤخذ على هذا التعريف أنه لم يعرف المطلوب بما هو أظهر، فتعريف الصندوق بأنه (برنامج) يحتاج في ذاته أن نقوم بتعريف البرنامج الاستثماري، كذلك وجود أحد عناصر الاصطلاح المراد تعريفه في مفردات التعريف يؤدي إلى الدور، فإذا قلت إن الصندوق الاستثماري هو برنامج استثماري فقد وقعت في الدور في التعريف.

كذلك فإن التعريف غير مانع، إذ إنه بهذه الصيغة يمكن أن تدخل فيه أيضاً الشركات الاستثمارية، فقد يتفق عدد من الشركاء على قيام أجنبي بإدارة الصندوق مقابل أجر محدد، ومن أمثلتها شركات الأموال أو الشركات المساهمة.

(١) لائحة صناديق الاستثمار العقاري، موقع هيئة السوق المالية:

ويبدو أن السبب في إيراد التعريف على هذا النحو لا يهدف إلى الوصول إلى تمييز بالمعنى المعروف للتعريفات بقدر ما هو وضع لبعض الشروط التي يريد المنظم أن ينبه إليها. وبالرغم من الانتقادات السابقة -وغيرها- فإننا نختار أن نساير المنظم السعودي في هذا التعريف باعتبار مجال الدراسة ومحملها، فضلا عن أننا سنعتمد عليه لبيان نظرة المنظم السعودي لهذه الصناديق، والشروط الواجب توافرها فيها.

### المطلب الثاني: النشأة التاريخية لصناديق الاستثمار: الفرع الأول: النشأة الأصلية:

اختلف الباحثون في بداية ظهور فكرة الصناديق الاستثمارية، ففي الوقت الذي يجزم فيه البعض<sup>(١)</sup> أن بدايتها كانت في إنجلترا مع نهاية القرن الثامن عشر الميلادي ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة، يجزم البعض<sup>(٢)</sup> الآخر أن بدايتها كانت في هولندا ثم انتقلت منها إلى فرنسا، ومن ثم انتقلت إلى بريطانيا، ثم إلى الولايات المتحدة، وتحديدًا يذكر البعض أن الملك "وليام" ملك هولندا هو أول من نسب إليه فكرة الاستثمار الجماعي عام ١٨٢٢م<sup>(٣)</sup>.

ويشير البعض أن هذه البداية كانت في بلجيكا عام ١٨٢٠م، ومنها انتقلت إلى إنجلترا عام ١٨٦٠م، ومن ثمَّ إلى الولايات المتحدة. بينما يشير آخرون إلى أن هذه البداية كانت في اسكتلندا<sup>(٤)</sup>، حيث تم ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام ١٨٧٠م، وكان من أهم هذه الصناديق *Scotish American Investment Trust* الذي أنشئ عام ١٨٧٣م، ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة، وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام الترسن (The Trust).

(١) الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء، ٥٦/١.

(٢) الكحيجي، سوق الأوراق المالية في الجماهيرية الليبية، ٣٧.

(٣) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٠٥.

(٤) المرجع نفسه.

وعلى كل حال يبدو أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفهوم القائم حاليًا كانت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٤م<sup>(١)</sup>، حيث قام أساتذة من جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن، حمل اسم (investment trust Masashotes)، بأصول لم تتجاوز ٣٩٢ ألف دولار، يمتلكها ٢٠٠ مساهم، وعمل كأداة استثمارية، وقد كانت هذه الصناديق من النوع الذي عرف حاليًا بالصناديق المفتوحة<sup>(٢)</sup>، أو الصناديق التبادلية ذات النهاية المفتوحة Open End Investment Co.، بينما يجزم البعض<sup>(٣)</sup> أن هذه البداية كانت في الولايات المتحدة سنة ١٩٢١م، وبلغت هذه الصناديق في ذلك الوقت ٤٠ صندوقًا، ويمكن الجمع بينهما بأن البداية كانت بالفعل سنة ١٩٢١م بشكل غير منتظم أو عشوائي، فتلقف أساتذة جامعة هارفارد الفكرة وقاموا بتطويرها اقتصاديًا فظهر أول صندوق في بوسطن بشكل احترافي سنة ١٩٢٤م.

ولقد شهدت الفترة ما بين الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد العظيم عام ١٩٢٩م المراحل الأولى لنمو شركات الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، غير أن خبرة هذه الشركات كمؤسسات مالية كانت ضعيفة؛ بسبب مشاكل أسواق الأسهم التي صاحبت تلك الفترة، -وأيضًا- بسبب سوء وضعف إدارة هذه الشركات<sup>(٤)</sup>، ثم في هذا العام ١٩٢٩م أنشأ الأمريكيون ما يسمى بالصناديق المفتوحة<sup>(٥)</sup>؛ حيث بلغ عددها في العام

(١) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٠٦.

(٢) الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء، ٨٥/١.

(٣) وليد هوميل عوجان، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المنعقد في جامعة الإمارات العربية المتحدة كلية الشريعة والقانون، بتاريخ ٦-٨ مارس ٢٠٠٧م، ص ٤.

(٤) عبدالغفار حنفي، ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الإسكندرية: الدار الجامعية، ط ١،

٢٠٠٦م، ص ١٤٣.

(٥) زينب السلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، م ٣٩، ع ١٤، ص ٨٠.

نفسه تسعة عشر صندوقاً بإجمالي أصول أقل من ٢٠٠ مليون دولار، وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من النجاة من انهيار أسواق المال في عام الكساد، بينما لم تصمد الصناديق المغلقة؛ بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم سوء خبرتها وضعف إدارتها<sup>(١)</sup>(٢).

ثم نمت الصناديق الاستثمارية بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة، وصدر قانون خاص لها يعرف باسم قانون شركات الاستثمار سنة ١٩٤٠م، وأنشئ ما يعرف باسم معهد شركات الاستثمار لدراساتها ومتابعة أعمالها، وبلغ عدد الصناديق في الولايات المتحدة ٣٥٢ صندوقاً عام ١٩٤٧م بأصول صافية بلغت أربعة مليارات دولار<sup>(٣)</sup>، بينما بلغت أصول هذه الصناديق سنة ١٩٨٠م نحو ١٨٠ بليون دولار، ثم تخطى حجمها في سنة ١٩٩٢م ١,٦ تريليون دولار<sup>(٤)</sup>.

### الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية:

تعد المملكة العربية السعودية أول دولة عربية تدخل نشاط الصناديق الاستثمارية ضمن أنشطتها الاستثمارية، وقد ذكر بعض الباحثين<sup>(٥)</sup> أن ذلك كان بإنشاء صندوق الاستثمار قصير الأجل بالدولار الأمريكي للبنك الأهلي التجاري السعودي عام ١٩٧٩م<sup>(٦)</sup>، إلا أننا نطالع أحد الأنظمة السعودية التي تقضي بإنشاء صندوق استثماري

(١) أشرف دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مصر: دار السلام، ط ١، ١٤٢٥هـ ص ٥١.

(٢) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٠٦-١٠٧.

(٣) محمد، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار، ص ٤.

(٤) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٤.

(٥) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١١٠-١١٢.

(٦) المرجع السابق، ص ١١٠. وهوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار الصفاء، ط ١، ٢٠٠٩م،

ص ٨. الفطاطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص ٧٥. وعياد المهلكي، واقع وآفاق صناديق الاستثمار

السعودية، مكتبة جامعة الملك سعود، ط ١، ١٩٩٩م. ص ٧٤.

قبل هذا التاريخ بوقت ليس بالقصير، إذ إنه بموجب المرسوم الملكي رقم (م/٢٤)، وتاريخ ١٣٩١/٦/٢٥هـ، وهو يوافق ١٧/٨/١٩٧١م، تم إنشاء صندوق الاستثمارات العامة، وتعتبر الحكومة هي ممول هذا الصندوق، وبالرغم من أن هذا الصندوق ذا طبيعة خاصة؛ إلا أنه كان أحد أنواع الصناديق الاستثمارية ذات الشرط الخاص، وعلى هذا تكون المملكة قد بدأت في إدخال هذا النوع من الاستثمارات -الصناديق الاستثمارية- عام ١٩٧١م، وهو من النوع العام أو الحكومي، ودخلت في النوع الجماهيري أو الخاص عام ١٩٧٩م.

ثم إن النظر إلى الدولة الثانية بعد المملكة العربية السعودية في هذا المجال يحتاج إلى وقفة أيضاً، ففي حين يجزم بعض الباحثين<sup>(١)</sup> أن الدولة الثانية بعد المملكة هي الكويت، حيث تم إنشاء أول صندوقين استثماريين في الكويت عام ١٩٨٥م، وذلك قبل صدور التشريعات المنظمة لها التي كانت عام ١٩٩٠م؛ يشير البعض الآخر<sup>(٢)</sup> إلى أن الأردن دخل إلى هذا المجال عام ١٩٨١م من خلال استخدام سندات المقارضة الشرعية، ما قد يشير إلى أن الأردن تسبق الكويت في هذا المجال، إلا أن ما ذكره ليس صريحاً في ذلك. وعلى كل حال فقد بلغ عدد الصناديق في الكويت عام ١٩٩٩م (٦) صناديق.

أما في مصر، فمع أنها شهدت أقدم سوق للأوراق المالية في الدول العربية والشرق الأوسط إلا أنها لم تعرف الصناديق الاستثمارية إلا بعد صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) في عام ١٩٩٢م<sup>(٣)</sup>، حيث سمح بإنشاء صناديق الاستثمار المفتوحة للبنوك وشركات التأمين، دون صناديق الاستثمار المغلقة<sup>(٤)</sup> التي سمح بها بعد ذلك، وقد

(١) المراجع السابقة.

(٢) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٤.

(٣) دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، ص ٥٤.

(٤) مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار مزاياها أنواعها التكيف الشرعي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر،

١١٩/٢، ١٩٩٧م.

كانت أول تجربة للصناديق الاستثمارية في مصر عام ١٩٩٤م، وذلك بإنشاء صندوق الاستثمار الأول للبنك الأهلي المصري<sup>(١)</sup> الذي بدأ نشاطه في ١٠/٦/١٩٩٤م، ثم صندوق استثماري آخر لبنك الإسكندرية في ٢٧/١٠/١٩٩٤م، وقد وصل عدد الصناديق الاستثمارية عام ١٩٩٧م إلى ١٢ صندوقًا محليًا، يبلغ إجمالي أموالها المستثمرة نحو (١,٧) مليار جنيه، علمًا أن جميع الصناديق التي تم تأسيسها صناديق مفتوحة ما عدا صندوقًا واحدًا مغلقًا هو (صندوق الدلتا للاستثمار) الذي بدأ نشاطه في ٤/٨/١٩٩٦م<sup>(٢)</sup>.

### الفرع الثالث: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية:

ذكرنا أن المملكة كانت الدولة العربية الأولى في إدخال الصناديق الاستثمارية وذلك بموجب المرسوم الملكي رقم (م/٢٤)، وتاريخ ٢٥/٦/١٣٩١هـ، وهو يوافق ١٧/٨/١٩٧١م، حيث تم إنشاء صندوق الاستثمارات العامة، وتعتبر الحكومة هي ممول هذا الصندوق، فضلًا عن إنشاء صندوق الاستثمار قصير الأجل بالدولار الأمريكي للبنك الأهلي التجاري السعودي عام ١٩٧٩م.

واستمرت العناية بالصناديق الاستثمارية ومازالت تتكاثر وتزداد حتى بلغ عددها بنهاية ٢٠٠٥م إلى (٢٠٠) صندوق استثماري (١٨٧ صندوقًا مفتوحًا، و ١٣ صندوقًا مغلقًا)، وهذه الصناديق تتباين أنواعها تبعًا لتباين أهدافها الاستثمارية، وكذلك تختلف في أدائها بحسب الوسائل الاستثمارية المدرجة فيها<sup>(٣)</sup>.

(١) السيد الطيبي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر دراسة نظرية وتطبيقية، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ١٩٩٧م، ١/١٠٩.

(٢) عصام خليفة، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر مع التركيز على صناديق البنك الأهلي المصري، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ١٩٩٧م، ١/١٣٣. وآمال عبدالسلام، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ١٩٩٧م، ٢/٢٣٦-٢٣٧.

(٣) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١١٣.

وقد تزايد عدد الصناديق الاستثمارية بعد إنشاء هيئة السوق المالية وتنظيم أعمالها حتى بلغ عددها في منتصف عام ٢٠١٤م؛ (٤٨٥) صندوقاً استثمارياً، كما بلغ عدد المشتركين فيها (٢٥٨١٢٤) مشتركاً، وقد استأثرت صناديق الأسهم بالنسبة الكبرى من هذا العدد حيث بلغت (٢٤٥) صندوقاً، ثم تلتها الصناديق العقارية التي بلغ عددها (٨٠) صندوقاً<sup>(١)</sup>.

وستعرض بالتفصيل إلى نظام الصناديق الاستثمارية في المملكة، وما طرأ عليه من تطور، وشروطه وأطرافه، وتكييفه القانوني إلى غير ذلك من مسائل في المبحثين الثالث والرابع من هذا الفصل.

(١) انظر: النشرة الإحصائية النصف سنوية، العدد الثاني، النصف الأول ٢٠١٤م.

## المبحث الثاني

## أنواع الصناديق الاستثمارية، وخصائصها

وفيه عدة مطالب

المطلب الأول: أنواع الصناديق الاستثمارية:

الصناديق الاستثمارية شكل من أشكال الاستثمار الجماعي الذي يتسم بالمرونة، وتتسع لاختلاف آليات الاستثمار وشكله وهدفه، كما تتسع لتنوع رغبات المشتركين، كل هذا وغيره جعل من الصناديق الاستثمارية مجالاً خصباً لتنوع أشكال الاستثمار من جهات متعددة.

والناظر في كتابات الباحثين في هذا المجال يجد فيها تصنيفات كثيرة للصناديق الاستثمارية، تختلف باختلاف تناول الباحث واتجاهه، والباحثون ما بين متوسع ومقتصد في هذا، وبالرغم من هذا التنوع فقد تم الوقوف على عدد من الأسس التصنيفية - سترد في موضعها - لم يتعرض لها الباحثون فيما تم الوقوف عليه من مراجع.

ومع ذلك فبين هذه التصنيفات الكثير من التقاطعات، بل إن بين بعضها تطابقاً، لكن الخلاف في تصنيفها يأتي من خلال اختلاف النظرة أو الأساس التصنيفي، ومن أمثلة ذلك: صناديق الدخل والنمو، فبالنظر إلى أهداف الصندوق تعتبر هذه الصناديق جامعة بين هدف تحقيق الدخل، وهدف تحقيق النمو الرأسمالي، وفي الوقت نفسه فإن هذه الصناديق تسمى أيضاً بالصناديق المتوازنة بالنظر إلى موجوداتها، فهي تشمل على مزيج من الأسهم العادية، وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات الحكومية، كما سيأتي.

وقبل أن نتعرض لأنواع الصناديق الاستثمارية والأسس التي يمكن أن نصنف الصناديق الاستثمارية بناء عليها؛ نتعرض للأسباب التي أدت إلى التنوع الكبير في هذه الأسس، ومن ثمّ أنواع هذه الصناديق.

## أسباب تنوع الصناديق الاستثمارية:

١. تعدد أركان عقد الصناديق الاستثمارية، ومن ثمَّ يكون تصنيفها على أساس هذه الأركان وتنوعها، فجهة الإدارة يمكن أن تكون أساساً للتصنيف، ورغبات المستثمرين، والجهة الممولة، ونحو ذلك.
٢. اختلاف التشريعات في تكييف الصناديق الاستثمارية، فبعض التشريعات تعتبرها شركات مساهمة، وبعضها أداة استثمارية منبثقة عن البنوك وشركات التأمين، وبعضها يجمع بين الشكلين.
٣. اختلاف طرق إدارة الصناديق بين الجريء والمتحفظ والمتوازن.
٤. اختلاف جهة الترخيص.
٥. اختلاف طريقة الاكتتاب التي يتم على أساسها إنشاء الصناديق الاستثمارية.
٦. التنوع الكبير في الأنشطة الاستثمارية والموجودات التي يمكن أن يقوم بها الصندوق، فبحسب ما يرد في عقود اكتتابه من شروط يتحدد مجال نشاطه.

أنواع الصناديق الاستثمارية:

يمكن تقسيم أنواع الصناديق بناء على الأسس التي ينطلق منها التقسيم وذلك على النحو الآتي:

**الفرع الأول: مدى موافقة الصندوق للعمل طبقاً لمحددات الشريعة الإسلامية:**

تماشياً مع تصنيف معظم الأدوات الاستثمارية في المؤسسات المالية، يمكن تصنيف الصندوق الاستثماري إلى ما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتقيد بها، ويحاول إيجاد حلول وبدائل للتعاملات غير المشروعة، وبين الصناديق التي لا تتقيد بقيد شرعي، وتعمل على تحقيق مصلحة العميل، بغض النظر عن الطريق الذي تسلكه من أجل تحقيق هذه المصلحة.

ولا شك أن التقسيم بهذا الاعتبار يدخل فيه جميع أنواع الصناديق الأخرى، غير أن

ما يميزها في ذلك هو مدى الالتزام الشرعي في أعمالها من حيث وجود هيئة رقابة شرعية تنظر في أعمال هذه الصناديق وتراقبها من الناحية الشرعية.

### وبناء عليه فيمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية بناء على هذا الاعتبار إلى:

#### ١. الصناديق الاستثمارية غير المتقيدة بأحكام الشريعة الإسلامية:

تتنوع نظرة الباحثين في الصناديق التي يمكن إدخالها في هذا القسم من حيث الشروط التي إذا لم تتوفر في الصندوق فإنه يدخل في هذا التقسيم، ولعل أهم شرط هو عدم التزام مدير الصندوق بتعيين هيئة شرعية تدرس وتراقب أعمال الصندوق، وعليه فإن جميع الصناديق التي لم يعين فيها مدير الصندوق هيئة شرعية تنظر في جميع أنشطته الاستثمارية والمالية وتوافق عليها وتصدر تقريراً دورياً عن مدى التزامه بالتطبيق الشرعي<sup>(١)</sup> فإنها تدخل تحت هذا التقسيم حتى ولو لم تمارس أعمالاً جوهرية تخالف أحكام الشريعة الإسلامية؛ كما لو نشأ صندوق عقاري ينحصر نشاطه في شراء الأراضي الخام وتطويرها وبيعها؛ فهو نشاط مباح من حيث الجملة إلا أن عدم الالتزام الشرعي من مدير الصندوق بمرجعية هيئة شرعية يجعله داخلاً تحت هذا القسم.

#### ٢. الصناديق الاستثمارية المتقيدة بأحكام الشريعة الإسلامية:

منذ أن ظهرت المؤسسات المالية في شكلها المعاصر؛ ظهر أنها تبتعد كثيراً عن الفقه الإسلامي بما يشتمل عليه من تنظيم يهدف إلى المصلحة العامة ويوازن بين مصلحة أطراف التعاقد، ولا يؤدي إلى احتكار طائفة معينة للثروة: ﴿كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ﴾<sup>(٢)</sup> إلى غير ذلك من أغراض وأهداف يمكن ملاحظتها في النصوص الشرعية، وفي اجتهادات فقهاء الشريعة.

(١) يستوي في ذلك التعيين المباشر أو التعاقد مع أحد الجهات الخارجية المتخصصة في هذا المجال.

(٢) سورة الحشر، آية: ٧.

ومن هذه الأدوات أو المؤسسات: الصناديق الاستثمارية، حيث يلاحظ أن رغبات المستثمرين تمثلت في الحصول على ربح مباح خال من الشبهة، وبالتالي ظهرت هذه الأنواع من الصناديق، ويبدو أن الصناديق المتقيدة بأحكام الشريعة تأخذ طريقها لتتصدر أنواع الصناديق الاستثمارية من هذه الجهة، وهو ما يؤكد أن الاتجاه الغالب في الصناديق في المملكة يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويتقيد بأحكامها.

بناء على ما تقدم فإنه لا يكفي تسمية الصندوق بأحدى المفردات التي تحمل طابعاً شرعياً؛ كالخير أو البركة أو نحوها، أو وصف الصندوق بأنه متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أو الاكتفاء بكون نشاطه مباحاً؛ ليحكم بتوافقه مع أحكام الشريعة.

حيث نجد أن بعض المؤسسات التي لا تتقيد بالضوابط الشرعية تقوم بإنشاء وإدارة صناديق استثمارية متوافقة مع الضوابط الشرعية، والعجيب أن تكون أغلب الصناديق الاستثمارية الإسلامية إنما تُسَوِّقها وتديرها البنوك غير التقليدية التي لا تتقيد بالضوابط والأحكام الشرعية<sup>(١)</sup>.

#### وقد حاول بعض الباحثين تعداد صور الصناديق الإسلامية وذكر منها:

صناديق الأسهم الإسلامية، وصناديق المراجعة والسلم ونحوها، والحقيقة أن هذا التقسيم إنما انطلق من أساس الوجود والواقع؛ ولم ينطلق من تقسيم موضوعي، والذي يظهر أن الصناديق الإسلامية تنقسم إلى ما تنقسم إليه الصناديق بصفة عامة، لكن يضاف إلى ذلك مدى الالتزام الشرعي في نشاط وإدارة هذه الصناديق؛ فإذا وجد صندوق للأسهم فإن التزم بمرجعيه شرعية فيعد صندوقاً متوافقاً مع الضوابط الشرعية وإلا فلا<sup>(٢)</sup>.

(١) أحمد بن عبدالرحمن الجبير، صناديق الاستثمار الإسلامية، جريدة الرياض، عدد الأحد ١٦/٣/٢٠٠٨م.

(٢) نزيه عبدالمقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الاسكندرية: دار الفكر الجامعي، ط ١، ٢٠٠٦م، ص ١١٢.

### الفرع الثاني: وجود أهداف غير تجارية للصندوق:

قد تتعدى أهداف الصندوق الأهداف التجارية التي يكون غرضها تحقيق أرباح للمستثمرين؛ إلى أهداف ذات أغراض اجتماعية، وعلى هذا يمكن تقسيم الصناديق من هذه الجهة إلى صناديق ذات أهداف تجارية بحتة، وصناديق مسؤولة اجتماعيًا.

أما **الصناديق التجارية**: فسيأتي في التقسيمات التالية المتنوعة بيان كثير من خصائصها وأغراضها.

وأما **الثانية فهي**: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيًا: وهناك عدة بواعث لظهور الصناديق الاستثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية، منها:

١. تحقيق رغبات المستثمرين التي لا تنحصر في تحقيق الربح فقط وإنما تتعداه إلى أن يكون ذلك مقيدًا بتحقيق أغراض اجتماعية غير ربحية<sup>(١)</sup>.
٢. بلوغ نتيجة أكثر قبولاً من الناحية الاجتماعية بدون إحداث اختلالات اقتصادية كلية وبيئية طويلة الأجل، أو تحطيم الانسجام العائلي والاجتماعي أو النسيج الأخلاقي للمجتمع<sup>(٢)</sup>.

### الفرع الثالث: طريقة طرح وحدات الصندوق:

الأصل أنه لا تمييز في طرح وحدات الصناديق الاستثمارية، فالطرح يكون عامًا لكل من يرغب في الاستثمار في هذا النوع من الصناديق بعد الاطلاع على الشروط والأحكام التي يتم الإعلان عنها.

ومع ذلك فإن بعض الأنظمة سمحت باستهداف طائفة معينة من المستثمرين، أو من يراد أن يملكوا وحدات الصندوق.

(١) محمد، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار، ص ٦.

(٢) المرجع نفسه.

وعلى هذا يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى طريقة طرح وحداتها إلى:

### ١. الصناديق التي يتم طرح وحداتها طرحًا عامًا:

وفي هذا النوع من الصناديق لا يتم الالتفات إلى صفة من يعرض عليه تملك الوحدات، أو مركزه القانوني، وإنما بإمكان كل أحد تملك تلك الوحدات مع تقييد تقتضيه بعض الأنظمة<sup>(١)</sup>.

### ٢. الصناديق التي يتم طرح وحداتها طرحًا خاصًا:

ويتم في هذا النوع من الصناديق طرح الوحدات طرحًا يستهدف طائفة معينة، فلا يمكن لكل أحد أن يتقدم بالطلب لتملك تلك الوحدات، بل لابد أن يحمل الصفة التي استهدفها الطرح.

### الفرع الرابع: الهدف التجاري من الصندوق الاستثماري (السياسة الاستثمارية):

تختلف الصناديق الاستثمارية من جهة الهدف<sup>(٢)</sup> الذي تم إنشاء الصندوق من أجله، فبينما يفضل بعض المستثمرين زيادة رؤوس أموالهم؛ يفضل البعض الآخر الحصول على دخل نتيجة الاستثمار في الصندوق.

وعلى هذا يمكن تقسيم الصناديق من هذه الجهة إلى:

### ١. صناديق الدخل (Income Portfolios/Income Funds):

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل للمستثمرين، وذلك في نطاق درجة المخاطرة

(١) مثل حصر الاكتتاب على المواطنين دون المقيمين، كما في الصناديق العقارية التي تقع داخل مكة المكرمة التي يمنع فيها تملك غير المواطنين.

(٢) اقتصر بعض الباحثين على هذا التقسيم باعتباره (أبرز التقسيمات). انظر: أماني محمد عبدالبريكات، اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama - French) ١٩٩٣ على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية .. دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، جامعة الاردن، ١٩٩٣م، ص٣٢.

المحددة سلفاً<sup>(١)</sup>، ولهذا فهي تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم<sup>(٢)</sup>، ويرغبون في الحصول على إيراد ثابت ومستقر بصرف النظر عن نمو رأس المال<sup>(٣)</sup> وكذا المدخرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطرة ويكفون على عامل الأمان والاستقرار<sup>(٤)</sup>، فهم يرغبون في الحصول على دخل دوري مع المحافظة على استثماراتهم الأصلية على مدار الزمن<sup>(٥)</sup>، ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة تحفظية<sup>(٦)</sup>.

وتحقيقاً لهذا الهدف فإنه عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل، وأذونات الخزانة، بالإضافة إلى الأسهم الممتازة<sup>(٧)</sup>، بالإضافة إلى أسهم شركات كبيرة الحجم<sup>(٨)</sup> ومستقرة<sup>(٩)</sup>.

## ٢. صناديق النمو (Growth Portfolios/Growth Funds):

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق تحسُّن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها

- 
- (١) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٥، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ١٩٩٩م، ص ٢٩.
  - (٢) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٥. السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، القاهرة، دن، د.ط، ٢٠٠١م، ص ١٧١، والسلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص ٩١.
  - (٣) عبدالغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة، د.ط، ٢٠٠٣م، ص ٣٨٦.
  - (٤) عصام عبدالهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، ١٩٩٧م، ص ٩.
  - (٥) حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ص ٣٨١.
  - (٦) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩.
  - (٧) المرجع نفسه.
  - (٨) أحمد سعد عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، دن، د.ط، ١٩٩٨م، ص ٢٧٣، حسني خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، دن، د.ط، ١٩٩٩م، ص ١٠٥.
  - (٩) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٥٤.

الصندوق<sup>(١)</sup>، أو نمو مستقبلي في رأس المال<sup>(٢)</sup>، فهي صناديق تُكَوَّن بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق، وتسمى: (صناديق الاستثمار ذات العائد التراكمي أو النمو الرأسمالي)<sup>(٣)</sup>.

وقد تشتمل -أيضاً- على أسهم شركات ناشئة يُتَوَقَّع لها النجاح والتوسع والنمو بالنظر للظروف والإمكانات والعوامل التي يتوقع من خلالها تحقق هذا النمو والتوسع فيه<sup>(٤)</sup>، وتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع من الأموال المستثمرة.

### ٣. صناديق الدخل والنمو (Partially Growth، Partially Income):

هي الصناديق التي تجمع بين العائد الدوري والنمو الرأسمالي؛ لذا فهي تسمى (الصناديق المتوازنة (Balanced Portfolios/Balanced Funds)<sup>(٥)</sup>، فهي تهدف إلى المحافظة على أصولها، وتحقيق دخل دوري فضلاً عن النمو الرأسمالي الطويل ومتوسط الأجل، مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة<sup>(٦)</sup>، وعلى هذا فهي تناسب فئة المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل دوري مستقر إلى جانب تحقيق نمو لقيمة استثماراتهم داخل الصندوق<sup>(٧)</sup>.

لذلك يُجهد مديرو هذه الصناديق أنفسهم في اختيار توليفات من الأوراق المالية ذات

(١) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٤، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٢٩.

(٢) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩.

(٣) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح ص ٩، عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح، ص ٢٤.

(٤) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عمان: عالم الكتب الحديث، ط ١، ٢٠٠٦م، ص ١٥٢-١٥٣، وحنفي، بورصة الأوراق المالية، ص ٣٨٥.

(٥) البريكات، اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة، ص ٣٢. مطر، إدارة الاستثمارات، ص ٨٠. وحسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، مصر: المكتبة الأكاديمية، ٢٠٠٥م، ص ٢٧.

(٦) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٥-٢٦.

(٧) البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ص ١٦٨. حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ص ٣٨١.

شقيزي نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، الأردن: دار المسيرة، ط ١، ٢٠٠٩م، ص ٢٨٣.

المخاطر الفردية المتنوعة (عالية أو منخفضة) مقابل دخل مستقر من جهة، ونمو العائد من جهة أخرى<sup>(١)</sup>، ولهذا يطلق البعض على هذه الصناديق اسم (الصناديق المتوازية)<sup>(٢)</sup>. ووفقاً لتشكيلة محفظة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق يمكن التمييز بين نوعين من الصناديق داخل هذا الإطار<sup>(٣)</sup>:

١. صناديق الدخل والنمو (Income Growth)، وتعطى الأولوية فيها لهدف الدخل.

٢. صناديق النمو والدخل (Growth Income) وتعطى الأولوية فيها للنمو. ويلاحظ أن معظم الصناديق التي تأسست في المنطقة العربية تندرج تحت هذا النوع<sup>(٤)</sup>.

### الفرع الخامس: هيكل رأس المال

تنقسم الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى هيكل رأس المال إلى:

١. الصناديق المفتوحة (Open-end Funds):

يقصد بها تلك الصناديق ذات رؤوس الأموال المتغيرة التي تزداد وحداتها بإنشاء وحدات جديدة، أو تنقص باسترداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم، أي أن هذه الصناديق تقوم على حرية دخول وخروج المستثمرين منها<sup>(٥)</sup>، كذلك لا يحدد لها فترة زمنية معينة<sup>(٦)</sup>؛ لذا فهي تسمى: (صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير)<sup>(٧)</sup>. ويمكن فهم آلية البدء في عملها أنها تقوم بالطرح، فإذا وصلت إلى عدد معين من

(١) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات، عمان: دار الشروق، ط١، ٢٠٠٧م، ص٢٠٥.

(٢) عوجان، صناديق الاستثمار، ص٢٦.

(٣) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص٣٠. عوجان، صناديق الاستثمار، ص٢٦. منير

هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الاسكندرية: منشأة المعارف، د.ط، ١٩٩٩م، ص٥١.

(٤) غنيم، دراسات في التمويل، ص٢٧.

(٥) عوجان، صناديق الاستثمار، ص٢٠. السلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص٩١.

(٦) الحسني، صناديق الاستثمار، ص٢٥.

(٧) محمود سليمان، صناديق الاستثمار، ضمن أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ٢٢١٩٩٧م، ٤/١.

والفظافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص٣٩.

المكتتبين بدأت نشاطها، دون أن تقوم بإغلاق الباب أمام من يريد الانضمام، أي أنه يوجد حد أدنى من حاملي الوحدات حتى يمكن البدء في النشاط والعمل<sup>(١)</sup>.

وفي هذه الصناديق لا يستطيع الشخص أن يتداول وحدات الصندوق في الأسواق المالية<sup>(٢)</sup> إلا عن طريق الصندوق نفسه، حيث يمكن لهذا الشخص أن يشتري وحداته من الصندوق ثم يعود ويبيعها إلى الصندوق نفسه، حيث يكون الصندوق على استعداد لاستعادة الوحدات التي باعها للغير في الأوقات المحددة<sup>(٣)</sup>.

وقد اكتسبت تسميتها بالصناديق المفتوحة من جهة زيادة وتخفيض رأس مالها، ولهذا نجد أن رأس المال فيها يكون متغيراً في هذا النوع من الصناديق بخلاف الصناديق المغلقة التي يكون فيها رأس المال ثابتاً<sup>(٤)</sup>.

وعلى هذا فصناديق الاستثمار المفتوحة يجب أن تكون جاهزة ومستعدة دائماً لرد قيمة الوحدة نقدًا عند الطلب<sup>(٥)</sup>.

وقد نشأ هذا النوع من الصناديق عام ١٩٢٩م، في الولايات المتحدة الأمريكية كما مر معنا سابقاً، ومع أن الصناديق المغلقة هي الأقدم وجوداً إلا أن المفتوحة تُعدُّ الصيغة الأكثر انتشاراً للإدارة الجماعية للمدخرات<sup>(٦)</sup>، بل تُشكِّل ما نسبته ٩٥% من الصناديق الاستثمارية العالمية في الوقت الحاضر، كما أن أغلب الصناديق المسجلة في المملكة هي من هذا النوع<sup>(٧)</sup>.

(١) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٠.

(٢) الحسني، صناديق الاستثمار، ص ٢٥.

(٣) أبو فخرة، وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، ص ٣٦. مجموعة خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ص ٢٥.

(٤) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٢٩. مطر، إدارة الاستثمارات، ص ٨١.

(٥) قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ص ٥١. الحناوي، وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، ص ٢٥٠.

(٦) عمرو مصطفى، صناديق الاستثمار في مصر الأموال والإدارة، ضمن أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ١٩٩٧م، ٤٤/١.

(٧) محمد بن حمود السويلم، صناديق الاستثمار ودورها في تنمية رأس المال، مجلة الاقتصاد، العدد ٣٥٧، ص ٦١.

## ٢. الصناديق المغلقة (Closed-end Funds):

هي صناديق تقوم عند تأسيسها بإصدار وحدات استثمار مقابل جميع رأس مالها مرة واحدة وطرحها للاكتتاب العام، ومن ثمَّ يكون العدد الكلي لوحدة الاستثمار المصدرة غير قابل للزيادة<sup>(١)</sup> ولا يتغير<sup>(٢)</sup> إلا في حالات استثنائية<sup>(٣)</sup>؛ لذا فهي تسمى: (صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت)<sup>(٤)</sup>، أي أنه يحدد حجم الصندوق وعمره عند الابتداء<sup>(٥)</sup>، وكما أنها محددة رأس المال فهي كذلك محددة الهدف، ومحددة المدة، يُصَفَّى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين<sup>(٦)</sup>.

وبعكس الصناديق الاستثمارية المفتوحة<sup>(٧)</sup> لا تُبدي الصناديق الاستثمارية المغلقة أي استعداد أو التزام في إعادة شراء وحداتها إذا رغب المستثمر في بيع وحداته والتخلص منها<sup>(٨)</sup>،

السلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص ٨٧. يوسف الشبيلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، السعودية: دار ابن الجوزي، ط ١، ١٤٢٥هـ، ١/١٠١٠.

(١) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩، محمد محمود، طريقك إلى البورصة، مصر: الدار الجامعية، د.ط، ٢٠٠٠م، ص ٤٤.

(٢) هندي، أساسيات الاستثمار، ص ٣٧. خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، ص ١٠٧.

(٣) من الحالات الاستثنائية: قيام الصندوق المغلق بإعادة شراء أوراقه المالية من السوق المنظمة أو غير المنظمة نتيجة لهبوط القيمة السوقية لها إلى مستوى أدنى من القيمة الصافية، وكذلك في حال إصدار الشركة أسهمًا جديدة لغايات زيادة رأس مالها كما يجري في شركات التمويل العادية. منير هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الاسكندرية: منشأة المعارف، د.ط، ١٩٩٩م، ص ١٨. غازي المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار المناهج، ط ١، ٢٠٠٢م، ص ٢٩.

(٤) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩. ومحمود، طريقك إلى البورصة، ص ٤٤.

(٥) عوجان، صناديق الاستثمار، ص ١٩.

(٦) قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ص ٥٠. عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح، ص ٢٥. أحمد، صناديق الاستثمار، ١١٥/٢.

(٧) وقع لبعض الباحثين سبق قلم في التعريف بهذه النوعية من الصناديق، إذ ذكر أن من خصائصها أنه: يتم إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها بأي كمية، وفي أي وقت يرغب حامل الأسهم. انظر: عوجان، صناديق الاستثمار، ص ١٩.

(٨) الحسيني، صناديق الاستثمار، ص ٢٥، هندي، أساسيات الاستثمار، ص ٣٧، عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح،

ومن ثم لا يستطيع المستثمر دخول هذا الصندوق -بعد إغلاق الاكتتاب- ما لم يجد آخر يقبل التنازل له في البورصة، كما يظل المدخر بدوره مالكاً لوثائق هذا الصندوق ما لم يجد لها مشترياً عن طريق البورصة<sup>(١)</sup>، وذلك بإصدار أمر بالبيع للسمسار الذي يتعامل معه، والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر في السوق المنظمة -البورصة- التي تتداول فيها تلك الوحدات، أو في السوق غير المنظمة (OTC) التي يطلق عليها (السوق الموازي)<sup>(٢)</sup>، وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة المسموح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعاً وشراء<sup>(٣)</sup>؛ ولذلك يُطلق البعض على هذه الصناديق (الصناديق ذات التداول العام)<sup>(٤)</sup>، وهذا يشبه ما يفعله المستثمر في السوق الثانوية حيث يبيعها لمستثمر آخر كما هو الحال عند تداول أسهم الشركات المساهمة العادية التي يتم تسجيل أسهمها في بورصة الأوراق المالية<sup>(٥)</sup>، ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة<sup>(٦)</sup>.

ويمكن تقسيم الصناديق المغلقة بحسب الآجال إلى صناديق قصيرة الأجل، ومتوسطة الأجل، وطويلة الأجل<sup>(٧)</sup>.

ص ٢٥، الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص ٣٨.

(١) أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح، ص ٩. أبو فخرة، وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، ص ٣٧، مجموعة خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ص ٢٥، وعطية عبدالحليم صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ضمن أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ١٩٩٧م، ٢/٢١٣.

(٢) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٢٩.

(٣) هندي، أساسيات الاستثمار، ص ٣٧، البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ص ١٧١. محمد عبدالجواد، وعلي الشديفات، الاستثمار في البورصة، د. ن، ط ١، ٢٠٠٦م، ص ٤٣، الحسني، صناديق الاستثمار، ص ٩.

(٤) هندي، صناديق الاستثمار، ص ٢٣، الحسني، صناديق الاستثمار، ص ٨.

(٥) مطاوع، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ص ٦٢٤، ٦٢٥، البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ص ١٧١.

(٦) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٢٩. مطاوع، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، ص ٦٢٥.

(٧) الحسني، صناديق الاستثمار، ص ٢٥. وأحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط ١، ١٤١٥هـ، ص ٢٧٦-٢٧٧.

## الفرع السادس: مكونات الصندوق:

يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية باعتبار موجوداتها إلى:

### ١. صناديق العملات:

وهي صناديق يقوم فيها المدير بالاستثمار في مجموعة معينة من العملات الدولية الرئيسية، ويكون المستثمر في هذه الصناديق مستعدًا لتحمل مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات<sup>(١)</sup>.

### ٢. صناديق الأسهم العادية (Common Stock Funds):

تعتبر من صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل<sup>(٢)</sup>، وهي أشهر أنواع الصناديق الاستثمارية وأكثرها تداولاً<sup>(٣)</sup> وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو رأس المال في المدى الطويل عن طريق الاستثمار في تشكيلات متنوعة من الأسهم<sup>(٤)(٥)</sup>.

ويمكن تقسيم هذه الصناديق بدورها من حيث نوع الأسهم ومجال الاستثمار فيها إلى<sup>(٦)</sup>:

أ- صناديق أسهم محلية: ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين؛ وذلك

كي تشجعهم الدولة على حيازتها لتمويل الشركات المحلية دون الأجنبية.

ب- صناديق أسهم متنوعة دوليًا: وتتكون من خليط من الأسهم المحلية والدولية؛

وذلك لتحقيق أكبر عائد ممكن على أساس عاملي العائد/الخطر.

ج- صناديق أسهم مقسمة جغرافيًا: وهي تستثمر في سوق دولة معينة، وبالتالي

تتحمل نوعين من المخاطر هما: مخاطرة هذه الدولة، ومخاطر الصرف، وبالرغم

(١) عيد مسعود الجهني، الاستثمار الناجح، الرياض، د.ن، ط١، د.ت، ص١٠٤.

(٢) غنيم، دراسات في التمويل، ص٢٦.

(٣) فهد الحويمي، المال والاستثمار في الأسواق الأمريكية، السعودية، د. ن، ط١، ٢٠٠٢م، ص٣٠٤.

(٤) السلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص٩٠.

(٥) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص١٧٣.

(٦) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص٣٠-٣١.

من هذه المخاطر فإن الصناديق تسعى دائماً إلى تحقيق عائد يفوق العائد المتحقق من الصناديق المحلية والصناديق المنوعة دولياً.

كما يمكن تقسيمها من جهة جودة إدارة هذه الأسهم واختيارها إلى<sup>(١)</sup>:

أ- صناديق أسهم تدار بفعالية واستمرارية ويقظة: حيث تسعى إدارتها جاهدة إلى البحث عن الأسهم التي يتم تداولها في السوق بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، ومن ثم يتم شراؤها؛ لأن المتوقع ارتفاعها واقتراها من قيمتها الحقيقية، أما الأسهم التي يتم تداولها بسعر أعلى من القيمة الحقيقية فيتم بيعها والتخلص منها؛ لأن المتوقع انخفاضها واقتراها من قيمتها الحقيقية<sup>(٢)</sup>.

ب- صناديق المؤشرات (Indexed Funds)<sup>(٣)</sup>: وهي صناديق أسهم لا تحظى إلا بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، فهي لا تبذل مجهوداً يذكر في اختيار تشكيلة الأسهم بل تسعى في الغالب لتحقيق عائد يماثل عائد محفظة السوق، فهي تكتفي بتكوين الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية الذي يتكون منها أحد مؤشرات السوق<sup>(٤)</sup>.

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأسهم التي تدخل تحت أحد المؤشرات العالمية، مثل مؤشر ستاندردرآند بور، ومؤشر فينانشيال تايمز، حيث يسهل متابعة أداء الصندوق بواسطة المستثمرين من خلال متابعة أداء المؤشر<sup>(٥)</sup>.

(١) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٧٥-١٧٦.

(٢) هندي، صناديق الاستثمار، ص ١٢١.

(٣) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٢.

ويلاحظ أن هذه الدراسة أدرجت هذا النوع والذي يليه -الصناديق المؤمّنة- ضمن ما أسماه (أنواع أخرى)، وليس ضمن صناديق الأسهم، في حين أدرجه دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٩٧ ضمن تقسيم أنواع الصناديق الاستثمارية باعتبار أسلوب إدارتها.

(٤) خلف، الأسواق المالية والنقدية، ص ١٤٨، هندي، صناديق الاستثمار، ص ٣٤.

(٥) عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، ص ٢٧٤، صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ٢/٢١٦.

ويؤخذ عليها هبوطها مع هبوط مؤشر البورصة، فضلا عن إخفاق غالبيتها في تحقيق نتائج تفوق أو تعادل النتائج التي يحققها مؤشر البورصة<sup>(١)</sup>.

**ج- الصناديق المؤمنة (Insured funds):** وهو نوع مطور أو معدل من صناديق المؤشرات؛ نظرًا لأن صناديق المؤشرات تمببط مع هبوط مؤشر البورصة، فقد ظهرت فكرة جديدة تعتمد على نظرية الخيارات Option Theory سميت باسم تأمين المحافظ المالية Portfolio Insurance، وتهدف هذه الصناديق إلى الاستفادة من ارتفاع الأسهم في السوق مع تقييد أي انخفاض محتمل عن طريق وضع سقف يحدد مقدما أقصى هبوط مقبول، وتكاليف محددة سلفًا<sup>(٢)</sup>.

### ٣. صناديق السندات (Bond Funds):

تشتمل هذه الصناديق في محتوياتها على السندات فقط<sup>(٣)</sup>، حيث إن المشتركين في هذه الصناديق يرغبون في الاستثمار الآمن الذي يرتب لهم عوائد ثابتة<sup>(٤)</sup>، وهذا النوع من الصناديق الاستثمارية يتناسب مع المستثمرين الذين لا يرغبون في المخاطرة<sup>(٥)</sup>.

وتنقسم صناديق السندات بدورها إلى صناديق سندات محلية وصناديق

سندات دولية<sup>(٦)</sup>.

(١) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٢.

(٢) المرجع نفسه، ص ٣٣.

(٣) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣١، عوجان، صناديق الاستثمار، ص ٢٨، وهندي، صناديق الاستثمار، ص ٣٥، والسلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص ٩٠، وفياض، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار، ص ٥٣/١.

(٤) المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، ص ٢٩.

(٥) صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ص ٢١٣/٢.

(٦) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣١، دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٧٨-١٧٩.

#### ٤. صناديق السلع والبضائع<sup>(١)</sup>:

حيث يتمثل النشاط الأساسي لهذه الصناديق في شراء السلع والبضائع بالنقد ثم بيعها بالأجل، وتوزع الأرباح على المكتتبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل: بيع المراجحة، والسلم، والاستصناع<sup>(٢)</sup>.

#### ٥. صناديق سوق النقد (Money Market Funds)<sup>(٣)</sup>:

هي صناديق تحتوي على تشكيلة من أوراق مالية قصيرة الأجل<sup>(٤)</sup> تقل فترة استحقاقها عن سنة، مثل أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية<sup>(٥)</sup> ونحوها.

وتتميز هذه الصناديق باستقرار قيمتها<sup>(٦)</sup>، وانخفاض مخاطرها، وبالتالي انخفاض العوائد المترتبة عليها<sup>(٧)</sup>، وعليه فإن هذه تناسب المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية<sup>(٨)</sup>.

(١) لم يتعرض جميع الباحثين الذي صنفوا الصناديق الاستثمارية على أساس موجوداتها إلى هذا النوع من الصناديق، بينما أوردها البعض الآخر، وبسط الحديث عنها على ما أوردها: دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٨٠-١٨١.

(٢) مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد، ص ١٠٩.

(٣) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٢، دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٨٢-١٨٤.

(٤) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٢. السلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، ص ٩٠. وحنفي، بورصة الأوراق المالية، ص ٤٠٧. ورمضان الشراح وآخرون، البنوك التجارية، الكويت: منشورات ذات السلاسل، ط ١، ١٤٢٦هـ، ص ١٦٧.

(٥) خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، ص ١٠٦، عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، ص ٢٧٤، المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، ص ٣٠.

(٦) الشراح وآخرون، البنوك التجارية، ص ١٦٧.

(٧) عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، ص ٢٧٤، صقر، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ٢/٢١٧.

(٨) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٢. وهندي، أدوات الاستثمار، ص ١٢٤، وخريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، ص ١٠٦.

## ٦. الصناديق المتوازنة (Balanced Funds):

وهي صناديق تتضمن مزيجاً من الأسهم والسندات والصكوك، ولهذا يطلق عليها أيضاً الصناديق المنوعة (Diversified Funds).

وتختلف نسبة الأسهم العادية في تشكيلة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق وفقاً للأهداف المحددة لكل صندوق، فعندما يكون في مقدمة أهداف الصندوق تحقيق عائد مرتفع نسبياً يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة أموال الصندوق المستثمرة في أسهم عادية، والعكس صحيح.

## ٧. الصناديق المركبة (Composite Funds):

هي صناديق تعتمد على تكوين محفظة مركبة من تقسيمات معينة، وتنقسم هذه الصناديق إلى<sup>(١)</sup>:

أ- صناديق الصناديق (Funds of Funds): وهي صناديق تتكون محافظتها من صكوك صناديق استثمار مختلفة، ويقوم مدير الاستثمار فيها على اختيار الصناديق التي تحقق أعلى عائد.

ب- الصناديق الممتازة (Super funds): ويسعى مدير الاستثمار في هذه الصناديق إلى تغطية أرباحه مع قبول حد معين من المخاطر، وبذلك تتميز هذه الصناديق بقدرتها على تنويع المخاطر وأساليب الإدارة فضلاً عن تخفيض التقلبات في البورصة.

(١) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص ٣٣. دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ٦٨٦.

ويلاحظ أن المرجع الأخير لم يذكر هذه الصناديق ضمن تقسيماته لأنواعها؛ وإنما ذكرها عند الحديث عن أحكام كل نوع من الصناديق على حدته، وكأنه استدركه على نفسه.

### الفرع السابع: طبيعة الممارسة الاستثمارية:

قد يقوم الصندوق بالاستثمار المباشر، في الأسهم أو السندات أو البضائع، ونحو ذلك، وقد يقوم الصندوق بالاستثمار غير المباشر من خلال شراء وحدات من صناديق استثمارية أخرى.

وعلى هذا يمكن تقسيم هذه الصناديق إلى:

#### ١. صناديق الاستثمار المباشر:

وهي الصناديق التي تقوم بالاستثمار في السلع والبضائع والأوراق المالية من أسهم وسندات ونحوها.

#### ٢. الصناديق القابضة:

وهي الصناديق التي تستثمر وحداتها بصفة أساسية في صناديق استثمارية أخرى.

### الفرع الثامن: محل الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق:

يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية باعتبار محل هذا الاستثمار إلى<sup>(١)</sup>:

#### ١. الصناديق العالمية:

هي الصناديق التي تستثمر أموالها في دولة أخرى، أو عدة دول من دول العالم، وتهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأسواق الاقتصادية الأسرع نموًا في العالم<sup>(٢)</sup>، التي تحقق ما يتطلع إليه المستثمرون من الزيادة في القيمة السوقية لاستثماراتهم<sup>(٣)</sup>، ومنها: صناديق الاستثمار في الدول النامية التي تحاول توفير فرص للمستثمرين لتنمية رؤوس أموالهم على المدى المتوسط في محفظة استثمارية متوازنة<sup>(٤)</sup>.

(١) دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، ص ١٨٨-١٩٢.

(٢) أحمد، صناديق الاستثمار، ١١٨/٢.

(٣) رمضان الشراح، ومحروس حسن، الاستثمار النظرية والتطبيق، القاهرة: دار الكتب الجامعية، د.ط، ١٩٩٩م،

ص ٢٤٥، الشراح وآخرون، البنوك التجارية، ص ١٦٧.

(٤) قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ص ٥٥.

## ٢. الصناديق العربية:

وهي الصناديق التي يشترط فيها أن تمارس نشاطها في الدول العربية فقط، وقد بدأت عام ١٩٧٩م في المملكة العربية السعودية، ثم تتابعت الصناديق العربية بعد ذلك على ما أوضحناه سابقاً، ويلاحظ أن أكثر الصناديق الاستثمارية العربية من الصناديق المتوازنة<sup>(١)</sup>.

## ٣. الصناديق المحلية:

وهي الصناديق التي يتم تأسيسها محلياً، وتُدار من قبل جهات محلية<sup>(٢)</sup>، ومع الإيجابيات العديدة للصناديق العالمية، إلا أنه يلاحظ أن كثيراً من المستثمرين يحرصون على الاستثمار في الصناديق المحلية.

## الفرع التاسع: أسلوب إدارة الصندوق الاستثماري:

يمكن الوقوف على أنواع الصناديق الاستثمارية طبقاً للسياسات والاستراتيجيات المتبعة في إدارة الصندوق كما يلي:

### ١. الصناديق المتحفظة أو الدفاعية:

وهي الصناديق الاستثمارية التي تضم مستثمرين غير مستعدين لتحمل المخاطر والمجازفة، ويسمون (المستثمرين المتحفظين)<sup>(٣)</sup>، فهذه الصناديق ذات درجة مخاطرة منخفضة، وهذا يعني أنها ذات درجة حساسية أقل تجاه التغيرات في عوائد السوق<sup>(٤)</sup>. ولتحقيق هذه السياسة فهي غالباً تستثمر الأموال في الأوراق المالية ذات العائد الثابت مثل: الصكوك طويلة الأجل، والأسهم الممتازة<sup>(٥)</sup>، مما يضمن لها دخلاً ثابتاً

(١) غنيم، دراسات في التمويل، ص ٢٧.

(٢) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ص ٢٢.

(٣) خلف، الأسواق المالية والنقدية، ص ١٥٨.

(٤) الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، ص ١٩٢، ١٩١.

(٥) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ص ٢٢٤، الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، ص ١٩٢.

ومستقرًا لفترة طويلة من الزمن<sup>(١)</sup>، وغالبًا ما تستخدم هذه السياسة في حالات الركود الاقتصادي<sup>(٢)</sup>.

## ٢. الصناديق الهجومية:

وهي الصناديق الاستثمارية التي تضم مستثمرين يرغبون في تحقيق أرباح عالية، مع تحمل مخاطر عالية<sup>(٣)</sup> اعتمادًا على مبدأ (البحث عن أقصى العوائد يعني القبول بأكبر المخاطر)<sup>(٤)</sup>.

### المطلب الثاني: خصائص الصناديق الاستثمارية:

لصناديق الاستثمار خصائص تميزها عن غيرها من أدوات وطرق ومؤسسات الاستثمار، ومع ذلك فبعض هذه الخصائص تختلف فيها الصناديق فيما بينها تبعًا لنوعها، أو لتوصيفها القانوني، إلى غير ذلك من اختلافات، ومن تلك الخصائص:

#### ١. الشخصية المعنوية:

يُنظَر للصناديق الاستثمارية باعتبارها كيانات أو مؤسسات مالية مستقلة، كما يُنظَر لها على أنها أداة استثمارية، فعلى الأول تعتبر الصناديق كيانات اقتصادية مستقلة لها شخصيتها الاعتبارية التي تتعامل بها مع مختلف الكيانات الأخرى.

**وعلى اعتبارها أداة استثمارية:** فإن إدارتها المستقلة عن الكيان الاقتصادي المنبثقة منها يجعلها أقرب إلى الاستقلال في اتخاذ قرارها الاستثماري، طبقًا للشروط التي تأسس عليها الصندوق الاستثماري، بل قد تختلف كلية عن السياسة المالية للكيان الذي قام على تأسيسها، ولا أدل على ذلك من أن بعض الصناديق الاستثمارية الإسلامية تم تأسيسها من قبل مصارف ربوية، ما يؤكد الشخصية المستقلة للصندوق الاستثماري وسياسته واستراتيجياته.

(١) عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، ص ٢٧٥.

(٢) أنس البكري، وليد الصافي، الأسواق المالية والدولية، عمان: دار المستقبل، ط ١، ٢٠٠٢م، ص ٢٠٨.

(٣) المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، ص ٢٤، خلف، الأسواق المالية والنقدية، ص ١٥٨.

(٤) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ص ٢٢٤.

## ٢. الاشتراك في الصندوق:

الاشتراك في الصناديق مفتوح للجمهور طبقاً للرغبات الخاصة لكل طائفة، فليس على الصندوق إلا الإعلان عن التفضيلات والشروط التي سيقوم عليها لجذب من يرغب من الجمهور في الدخول والاشتراك في الصندوق.

وتشترك في ذلك الصناديق المفتوحة والمغلقة في فترة التأسيس على الأقل، إلا أن الصناديق المغلقة لا تقبل المزيد من المكتتبين بعد اكتمال رأس المال المحدد سلفاً، وعلى هذا لا يستطيع من يرغب في الاشتراك في الصندوق إلا إذا وجد من يريد الخروج منه، فيحل محله، وذلك بالطريق الرسمي عن طريق السوق الرسمي أو السوق الموازي أو عن طريق مدير الصندوق، وطبقاً للشروط والإجراءات المعلنة في الصندوق.

## ٣. مدة الصندوق:

الصناديق المغلقة من خصائصها أنها محددة المدة سلفاً، فعند تأسيسها يكون معروفاً ومحددًا الفترة التي سيعمل فيها الصندوق، وبعد هذه الفترة ينتهي عمل الصندوق ويتم تصفيته، فلا يستطيع المشترك الخروج من الصندوق طول فترة عمله؛ إلا إذا وجد من يحل محله.

في حين تتميز الصناديق المفتوحة بأنها غير محددة المدة، فلا يتم تحديد مدتها سلفاً عند إنشائها، ويكون دخول وخروج المكتتبين حُرّاً ببيع الوحدات وشرائها بالطرق المحددة.

## ٤. رأس المال:

رأس المال في الصناديق المغلقة محدد، فلا يزيد طول فترة عمل الصندوق، أما في الصناديق المفتوحة فـرأس المال قابل للزيادة والنقصان بحسب دخول وخروج المكتتبين.

## ٥. الشروط:

يلتزم فريق العمل الإداري بالصندوق بالشروط المتفق عليها عند تأسيس الصندوق، وعلى هذا الأساس يتم رسم سياسة إدارة الصندوق.

كذلك إذا كان الصندوق إسلامياً تَوَجَّبَ على إدارة الصندوق الالتزام بالأحكام الشرعية، والعمل بالصيغ والعقود المقبولة شرعاً.

#### ٦. الإدارة:

يقوم على إدارة الصندوق الاستثماري إدارة متخصصة في هذا المجال، وذلك أنه من المفترض أن المكتسبين في الصندوق لا يملكون الخبرة الكافية أو الوقت لإدارة هذه الاستثمارات، ويكون ذلك نظير أجر محدد أو نسبة محددة من الأرباح.

#### ٧. العلاقة بين أطراف الصندوق:

علاقة عقدية، وعلى هذا الأساس يلزم أن يكون هناك جهة رقابية خارجية لملاحظة مدى التزام الأطراف بواجباتها، ويمكن اللجوء إليها عند عدم الحصول على الحقوق المتفق عليها بهذه العقود.

#### ٨. حدود المسؤولية:

على الرغم من جماعية الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية؛ إلا أن مسؤولية كل مكتتب محدودة بما يحمله من أسهم أو أوراق في الصندوق، فبقدر ما يحمل أو يشترك يحصل على الغنم، ويتحمل بالغرم.



### المبحث الثالث

## التعريف بالجهات والأنظمة الحاكمة لعمل الصناديق الاستثمارية في المملكة

### العربية السعودية

#### وفيه مطلبان

### المطلب الأول: الأنظمة واللوائح الحاكمة لعمل الصناديق الاستثمارية في المملكة

#### العربية السعودية:

المطالع للأنظمة السعودية العامة يجد عددًا من الأنظمة المتصلة بعمل الصناديق الاستثمارية بصفة عامة، أهمها:

١. قرار وزير المالية والاقتصاد رقم (٢٠٥٢/٣)، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤ هـ.
٢. نظام السوق المالية رقم (٣٠/م)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ.
٣. لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة سوق المال بموجب القرار رقم ١-٢١٩-٢٠٠٦ م وتاريخ ١٤٢٧/١٢/٣ هـ الموافق ٢٤/١٢/٢٠٠٦ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ، ثم تلاها تعديل تمت الموافقة عليه بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-٦١-٢٠١٦ م وتاريخ ١٤٣٧/٠٨/١٦ هـ - ٢٣/٠٥/٢٠١٦ م.
٤. لائحة صندوق الاستثمار العقاري الصادرة عن مجلس هيئة سوق المالية بموجب القرار رقم ١-١٩٣-٢٠٠٦ م وتاريخ ١٩٣/٦/١٩ هـ الموافق ١٥/٧/٢٠٠٦ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ.

ويلاحظ أنه ربما يتعلق بصناديق الاستثمار بالمملكة أنظمة أخرى لها تأثير غير مباشر على الصناديق الاستثمارية، أو تُحدد قواعد عامة حاكمة للاستثمار بما فيها الصناديق الاستثمارية، ولهذا تنص بعض مواد هذه الأنظمة صراحة على ذلك، فعلى سبيل المثال:

تنص المادة (١/ب) من لائحة صندوق الاستثمار العقاري على أنه: "لا تخل هذه اللائحة بما ورد من أحكام في لائحة الأشخاص المرخص لهم، ولائحة أعمال الأوراق المالية"، ومع ذلك فستعرض للأنظمة الأربعة السابقة، والتي لها تعلق مباشر بالصناديق الاستثمارية.

ويمكن تقسيم هذه الأنظمة إلى أنظمة عامة حاكمة للصناديق الاستثمارية، وأنظمة متخصصة لصناديق استثمارية خاصة.

أما الأنظمة العامة فيمثلها قرار وزير المالية والاقتصاد رقم (٢٠٥٢/٣)، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤هـ، وكذلك الفصل السادس من نظام السوق المالية رقم (٣٠/م)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، ويشتمل على المادة (٣٩) التي تحتوي على ثلاث فقرات تختص بأحكام الصناديق.

ولائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة سوق المال بموجب القرار رقم ١-٢١٩-٢٠٠٦ وتاريخ ١٤٢٧/١٢/٣هـ الموافق ٢٠٠٦/١٢/٢٤م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، التي تم تعديلها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-٦١-٢٠١٦، وتاريخ ٢٠١٦/٠٥/٢٧هـ. أما الأنظمة الخاصة فلم يصدر منها سوى لائحة صندوق الاستثمار العقاري، وتشتمل على (٢٧) مادة.

وستتناولها فيما يلي بشيء من التفصيل:

أولاً: قرار وزير المالية والاقتصاد رقم (٢٠٥٢/٣)، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤هـ:

يمثل هذا القرار أولى حلقات التطور التنظيمي للصناديق الاستثمارية بالمملكة، وقد جاء في صدر هذا القرار بيان الدافع له، حيث ذكر أنه: "نظرًا لما لوحظ من نشاط البنوك في إحداث قنوات استثمار جديدة بخلاف الودائع تتلائم مع ميول ورغبات مختلف المستثمرين وتواكب المستجدات الاستثمارية على المستوى الدولي، وذلك عن طريق إنشاء صناديق

الاستثمار التي تديرها كأوعية استثمارية جديدة... "ومن الواضح من خلال هذا النص النظرة الأولية للصناديق الاستثمار باعتبارها أوعية استثمارية تابعة للبنوك، ولهذا اشتملت هذه المرحلة على قيام البنوك بعمليات الإصدار والإشراف على ما يأتي بيانه.

وقد اشتمل هذا القرار على سبعة بنود، تضمن البند الأول بعض التعريفات الواردة بالقرار، منها: تعريف الصندوق نفسه بحسب نظرة المنظم السعودي لهذه الصناديق في تلك الفترة على ما سيأتي، بينما اشتمل البند الثاني على الإطار الإشرافي والتنظيمي، فنص على إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي على صناديق الاستثمار؛ باعتبار إشرافها على جميع أعمال البنوك، وحيث إن نظرة المنظم إلى الصناديق في تلك الفترة هو اعتبار أنها من أعمال البنوك وطرق استثمارها؛ فكان من الطبيعي النص على دخول تلك الصناديق تحت مظلة مؤسسة النقد العربي السعودي.

كذلك نص البند الثالث من القرار على أنواع الصناديق والاشتراك فيها، فذكر نوعين منها: المفتوحة والمقفلة، لكنه فتح المجال أمام الأنواع الأخرى بعد موافقة مؤسسة النقد، وأوضح البند جواز اشتراك السعوديين وغيرهم في هذه الصناديق، كما أكد على ضرورة موافقة مؤسسة النقد على إنشاء الصناديق الاستثمارية طبقاً لأحكام وقيود المذكورة في موضعها.

بينما تحدث البند الرابع عن متطلبات التشغيل وحفظ الأصول، وطريقة التسويق، وضرورة توفير السيولة، كما اشتمل على طريقة تقييم الأصول، وأنواع ورسوم ومصروفات الصناديق، وتسعير الوحدات والإعلان عن الصندوق للجماهير، وغيرها مما يتعلق بطرق إدارة الصندوق الاستثماري.

وتحدث البند الخامس عن المحاسبة والبيانات المالية، ثم انتهى البند السادس إلى مجموعة من الأحكام المختلفة التي لم تندرج تحت أي من البنود السابقة: كقيود استثمار صندوق في صندوق آخر، وخضوع ودائع الصندوق الاستثماري لمتطلبات الودائع النظامية، وغيرها من الأحكام، وانتهى البند السابع إلى ضرورة إبلاغ القرار وتعميمه والعمل به.

ثانياً: نظام السوق المالية رقم (م/٣٠)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ:

وقد خصص هذا النظام في الفصل السادس منه تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية، حيث اشتمل هذا الفصل على مادة واحدة هي المادة رقم (٣٩) واشتملت هذه المادة على ثلاث فقرات، تضمنت الفقرة الأولى تعريف الصندوق الاستثماري على ما استقر عليه المنظم السعودي. وكان أهم ما اشتملت عليه هذه المادة:

قطع الصلة بين الصناديق الاستثمارية والبنوك المحلية، وخروجها من عباءتها، واعتبارها نظاماً أو برنامجاً استثمارياً مستقلاً عن هذه البنوك.

انتقال الإشراف الحكومي الرقابي والتنظيمي على الصناديق الاستثمارية من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى هيئة سوق المال، وبالتالي فقد أصبح لزاماً على الهيئة القيام بإصدار اللوائح التنظيمية لهذه الصناديق بأنواعها المختلفة، وهو ما تم بعد ذلك.

ويعد هذا النظام هو الأصل في الأنظمة العامة الحاكمة للصناديق الاستثمارية، حتى إن اللوائح الخاصة أشارت إلى أن المقصود بكلمة (النظام) إذا أطلقت هو نظام السوق المالية؛ ومن ذلك المادة الثانية، الفقرة الأولى من لائحة صناديق الاستثمار، والمادة الثانية الفقرة الأولى من لائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس هيئة سوق المال بموجب القرار رقم ١-٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ١٤٢٦/٥/٢١هـ الموافق ٢٠٠٥/٦/٢٨م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-١-٢٠١٣م وتاريخ ١٤٣١/٣/١هـ الموافق ٢٠١٣/١/١٣م، ومن ذلك أيضاً المادة الثانية من لائحة صندوق الاستثمار العقاري، حيث نصت على أنه: "يقصد بكلمة النظام أينما وردت في أحكام هذه اللائحة نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ".

ثالثاً: لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة سوق المال بموجب القرار رقم ١-٢١٩-٢٠٠٦ وتاريخ ١٤٢٧/١٢/٣هـ الموافق ٢٠٠٦/١٢/٢٤م، والمعدلة بقرار

مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-٦١-٢٠١٦م وتاريخ ١٦/٠٨/١٤٣٧هـ-  
٢٣/٠٥/٢٠١٦م.

وتعتبر هذه اللائحة هي المرجع التفصيلي في أحكام الصناديق الاستثمارية، وقد اشتملت على ثمانية أبواب حوت (١٠٤) مادة، انتظم الباب على ست مواد تتضمن الأحكام التمهيدية، والتعريفات، ووجوب الالتزام بأحكام اللائحة، وصلاحيه الهيئة في الإعفاء عن بعض أحكام اللائحة، والمقابل المالي، والحق في التظلم.

حيث عرفت كلمة النظام وما تعنيه، ثم أحالت في التعريفات على التعاريف الواردة في نظام هيئة سوق المال الصادر بالأمر الملكي رقم (م/٣٠) وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ. بينما اشتمل الباب الثاني (المواد من ٧ إلى ٢١) على الأحكام الخاصة بإدارة الصناديق من حيث متطلبات الأهلية، وواجبات مدير الصندوق، وسياسات الاستثمار ومدى إمكانية اشتراك مدير الصندوق في الصناديق التي يديرها، وحق المدير في تعيين مستشارين والحصول على مقابل لأتعايه وخدماته، وصلاحيه الهيئة في عزله واستبداله، وأثر ذلك في قدرته على اتخاذ القرارات.

أما الباب الثالث (المواد من ٢٢ إلى ٢٩) فقد تطرق إلى آلية الحفظ من حيث وجوب تعيين أمين حفظ مرخص له بذلك وألا يكون هو مدير الصندوق، ومسؤولياته، كما تحدث عن حق المستثمرين مجتمعين في ملكية أصول الصندوق، ووجوب فصل أصول كل صندوق عن أصول العملاء الآخرين، وصلاحيه أمين الحفظ في تكليف أي من تابعيه بالعمل بأميننا للحفظ من الباطن، واختتم هذا الفصل بصلاحيه الهيئة في عزل أمين الحفظ واستبداله وكذا صلاحيه مدير الصندوق في ذلك.

وقد تم تخصيص الباب الرابع (المواد من ٣٠ إلى ٧٢) لأحكام الصناديق العامة وآلية تقديم الطلبات إلى الهيئة وإجراءات الهيئة تجاه الطلبات، ثم الشكل التعاقدي للصندوق العام وآلية إنهاء ومسؤوليات مجلس إدارته، ومجالات الاستثمار وقيوده، كما تم التطرق في

هذا الباب إلى بعض الأحكام التي تختص بها بعض الصناديق العامة كصناديق الاستثمار العقاري وصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق أسواق النقد والصندوق المغذي وغيرها، وتطرق أيضاً إلى أحكام الوحدات في هذه الصناديق من حيث الاشتراك والاسترداد والتقويم والتسعير، واجتماعات مالكي الوحدات وغيرها.

أما الباب الخامس (المواد من ٧٣ إلى ٩٢) فقد تم تخصيصه لأحكام الصناديق الخاصة من حيث متطلبات الطرح والشكل التعاقدى للصندوق الخاص، ومجلس الإدارة ومسؤولية أعضائه، والمستندات الخاصة بالصندوق وغيرها مما تختص به الصناديق الخاصة.

كما نجد أن اللائحة استرسلت في أنواع أخرى من الصناديق حيث خصصت الباب السادس (المواد من ٩٣ إلى ١٠١) لأحكام الصناديق الأجنبية من حيث متطلبات الطرح واشتراط أن يكون الطرح بواسطة موزع مرخص له من هيئة السوق المالية كما تحدث عن مسؤوليات الموزع وصلاحيه الهيئة في تعليق أعماله.

كما تطرقت اللائحة في بابها السابع إلى دمج الصناديق الاستثمارية، وانتهت في بابها الثامن إلى النشر والنفاد.

#### رابعاً: لائحة صندوق الاستثمار العقاري:

تعتبر هذه اللائحة من لوائح الصناديق الاستثمارية المتخصصة، ويبدو أن القطاع العقاري لأهميته قد حظي من المنظم أهمية كبيرة، ولهذا فقد وضع لائحة خاصة لأحكام الصناديق التي تستثمر موجوداتها في المجال العقاري.

وقد اشتملت اللائحة على خمسة أبواب في (٢٧) مادة، اشتمل الباب الأول على أحكام تمهيدية وتعريفات قريبة مما هو مذكور في لائحة الصناديق الاستثمارية التي سبق الإشارة إليها، إلا أن لائحة الصناديق الاستثمارية العقارية قد زادت من التعريفات، فعرفت الصندوق الاستثماري العقاري، ومدير الصندوق، ومدير المحفظة، والوحدة، ومالك الوحدات، ومجلس إدارة الصندوق، ونحوها من تعريفات، ما يشير إلى أن هذه اللائحة أرادت أن تكون أكثر تحديداً ودقة في اصطلاحاتها.

بينما اشتمل الباب الثاني (المادتان: ٣، ٤) على الترخيص ومتطلباته وإجراءاته، وصلاحيات هيئة سوق المال تجاه الطلبات.

أما الباب الثالث فقد ترجمته اللائحة بأنه: "تنظيم عمل صناديق الاستثمار العقاري"، وقسمته إلى سبعة فصول، الأول بعنوان: الهيكل التنظيمي للصندوق، والفصل الثاني عن إدارة الصندوق والإفصاح، والثالث حول متطلبات أصول الصندوق وحفظ أصوله وقواعد تشغيله، وأما الفصل الرابع فتحدث عن مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة، وأما الفصل الخامس فتحدث عن تضارب المصالح والإفصاح عنها، وانتهى الفصل السابع لبيان أحكام التقارير المالية ورفعها سواء أولية أو سنوية.

أما الباب الرابع فقد اشتمل على أحكام ختامية، تضمنت بيان الاستثناء من أحكام اللائحة، فضلاً عن بيان الحق في تظلم مدير الصندوق ضد قرارات هيئة سوق المال، وانتهى الباب الخامس لمادة النشر والنفاد.

### المطلب الثاني: الجهات الحكومية المتصلة بأعمال الصناديق الاستثمارية في

#### المملكة العربية السعودية:

من خلال الاطلاع على الجهات الحاكمة لعمل الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية والنظر في مراحل تطورها، فإنه يمكن تقسيم الأعمال الأساسية لتلك الجهات إلى ثلاثة اختصاصات؛ وهي: الإنشاء، والترخيص، والإشراف وتنظيم العمل، وسيتم تناولها بشيء من التفصيل في الفروع الآتية:

#### **الفرع الأول: جهة الإنشاء:**

**أولاً: الفترة منذ السماح بإنشاء الصناديق الاستثمارية حتى ١/٦/٢٠١٤هـ:**

سبقت الإشارة في المطلب الثالث من المبحث الأول من هذا الفصل أن المملكة العربية السعودية هي أول دولة عربية تدخل نشاط الصناديق الاستثمارية وأن البنك الأهلي التجاري أنشأ في عام ١٩٧٩م صندوق الاستثمار قصير الأجل بالدولار

الأمريكي، ويلاحظ أنه منذ ذلك التاريخ كانت الصناديق تعمل وفق القواعد العامة للاستثمار، وأنه يوجد فراغ نظامي يحدد الإطار الإشرافي والتنظيمي للصناديق الاستثمارية، ويوضح أنواعها وطريقة الاشتراك فيها إلى أن صدر قرار وزير المالية بتاريخ ١٣٩١/٠٦/٢٤هـ. الذي نص على أن الجهة المنشئة للصناديق الاستثمارية هي البنك المحلي، حيث عرف صندوق الاستثمار بأنه: "برنامج استثمار مشترك، ينشئه البنك المحلي..."، وهو ما يعني أنه لا يجوز للمؤسسات المالية غير البنوك أن تقوم بإنشاء الصناديق الاستثمارية. كما اشترط في هذه البنوك أن تكون بنوكاً محلية وهو ما يعني أنه لا يسمح للبنوك غير المحلية أن تقوم بإنشاء صناديق استثمارية.

ثانياً: الفترة منذ صدور نظام السوق المالية (م/٣٠) وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ

حتى الآن:

عدّل المنظم السعودي عن اشتراط أن تكون الجهة المنشئة للصندوق الاستثماري هي البنك المحلي، فلم يعد البنك المحلي شرطاً لإنشاء صندوق الاستثمار، ويُفهم ذلك من خلال عدوله في تعريف الصندوق عن ذكر البنك المحلي، حيث نصت المادة (٣٩/أ) من نظام هيئة السوق المالية على تعريف صندوق الاستثمار بأنه: "برنامج استثمار مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الاستثمار مقابل رسوم محددة".

ويؤكد ذلك ما ورد في المادة (٥/ب) من لائحة صناديق الاستثمار، وكذا المادة (٣/أ) من لائحة صناديق الاستثمار العقاري في (الباب الثاني: الترخيص) حيث نصت على أنه: "يجب أن يكون مقدم الطلب الذي يرغب في الحصول على موافقة الهيئة على طرح وحدات صندوق استثماري عقاري - شخصاً مرخصاً له من الهيئة بممارسة أعمال الإدارة"، وواضح من هذا النص العدول عن اشتراط البنك المحلي، ولعل هذا العدول يرجع إلى أمور منها:

رغبة المنظم السعودي في توسيع دائرة الاستثمار في الصناديق الاستثمارية، واستيعاب فوائض دخول المواطنين في هذا المجال، بعد أن ثبت أهمية ونجاح الصناديق الاستثمارية في هذا المجال، وظهر أثرها على الاقتصاد الوطني بصفة عامة.

تحويل الأنشطة الاستثمارية من اختصاصات البنوك إلى أنشطة الشركات الاستثمارية. وعلى هذا فإن شرط الحصول على ترخيص هيئة سوق المال هو كون الشخص مرخصاً له بموجب أحكام لائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس هيئة سوق المال بموجب القرار رقم ٢٠٠٥-٨٣-١ وتاريخ ٢١/٠٥/١٤٢٦ هـ - ٢٨/٠٦/٢٠٠٥ م.

### الفرع الثاني: جهة الترخيص:

بناء على التقسيم التاريخي السابق فإنه يمكن تمييز فترتين اختلفت فيهما الجهة المرخصة للصناديق الاستثمارية على النحو الآتي:

أولاً: الفترة منذ السماح بإنشاء الصناديق الاستثمارية حتى ١/٦/١٤٢٤ هـ:

تولى الترخيص في هذه الفترة مؤسسة النقد العربي السعودي، فطبقاً للبند (أولاً) من قرار وزير المالية والاقتصاد رقم ٢٠٥٢/٣، وتاريخ ٢٤/٧/١٤١٣ هـ عرّف المُنظّم السعودي صندوق الاستثمار بأنه "برنامج استثمار مشترك، ينشئه البنك المحلي، بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي...".

ويبدو أن النظرة التي غلبت على هذه الفترة اعتبار الصناديق الاستثمارية من جهات التعامل في الأوراق المالية والأسهم والسندات ونحوها مما يتعلق تعلقاً مباشراً بمؤسسة النقد.

ثانياً: الفترة منذ صدور نظام السوق المالية (م/٣٠) وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤ هـ

حتى الآن:

انتقلت جهة الترخيص منذ صدور النظام المشار إليه إلى هيئة سوق المال، وأصبحت هي الجهة المُحوّل لها الموافقة على تأسيس الصناديق الاستثمارية.

ويبدو أن سبب هذا التحول -إضافة إلى الرغبة في توحيد جهات الترخيص- يرجع إلى أنه نظراً لطبيعة أعمال الصناديق الاستثمارية القائمة على مبدأ الاستثمار الجماعي، وصلتها القربة

بأسواق المال، وحاجتها إلى حماية المستثمرين فيها من الأعمال غير المشروعة في السوق؛ فإنها تدخل ضمن اختصاصات هيئة السوق المالية التي أسندت إليها مهمة تنظيم وتطوير السوق المالية، مع استمرار مؤسسة النقد في الإشراف والرقابة على البنوك<sup>(١)</sup>.

حيث نص نظام السوق المالية في المادة (٦/أ) على أن تتولى الهيئة صلاحية تنفيذ المهام المنصوص عليها في هذا النظام، وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه ويدخل في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: ١٦: "الموافقة على تأسيس صناديق الاستثمار ودمجها وتصفياتها وقواعد عملها طبقاً لأحكام المادة التاسعة والثلاثين من هذا النظام"، كما نصت المادة (٣٩/ج) على أن تقوم الهيئة بتنظيم عمل مديري المحافظ، ومستشاري الاستثمار، والإشراف عليهم، بما في ذلك وضع اللوائح والقواعد والتعليمات التي تتعلق بما يأتي: ٧ "شروط الموافقة على تأسيس صناديق جديدة ومتطلباتها"<sup>(٢)</sup>.

### الفرع الثالث: جهة الإشراف وتنظيم العمل:

نص المادة (٣٩/ب) على أنه: "تؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم عمل صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك خلال سنتين من صدور هذا النظام"، وهو يعني أن البنوك كانت تشرف على أعمال التنظيم والإشراف على الصناديق الاستثمارية.

وعلى هذا يمكن تقسيم فترات تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية إلى:

أولاً: الفترة منذ السماح بإنشاء الصناديق الاستثمارية حتى ١٤٢٤/٦/١هـ:

حيث تولت البنوك المحلية مهمة التنظيم والإشراف على الصناديق الاستثمارية كما سبق بيانه.

ثانياً: الفترة من ١٤٢٤/٦/٢هـ حتى ١٤٢٦/٦/١هـ:

بالرغم من صدور نظام سوق المال في ١٤٢٤/٦/٢هـ؛ إلا أنه لم ينقل هيئة سوق المال

(١) انظر: الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية:

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/Pages/default.aspx>

(٢) نظام السوق المالية.

مهمة تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية فور صدوره، فنصت المادة (٣٩/ب) من نظام السوق المالية على أنه: "تؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم عمل صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك خلال سنتين من صدور هذا النظام"، ولعل ذلك راجع إلى منع الارتباك الذي قد يحدث نتيجة النقل المفاجئ لتنظيم عمل الصناديق، إلا أن النظام المذكور لم ينص على آلية هذا الانتقال أو كفاءته، ولعله ترك ذلك للإجراءات التنفيذية، مما يعطي مرونة للهيئة والبنوك في تنفيذ النص بما تراه مناسباً لمنع حدوث إشكالات للصناديق الاستثمارية.

أي أننا يمكن أن نعتبر هذه الفترة فترة انتقالية مؤقتة تنتقل فيها مهمة التنظيم والإشراف من البنوك المحلية إلى هيئة سوق المال.

ثالثاً: الفترة من ١٤٢٦/٦/٢هـ حتى الآن:

تولت هيئة سوق المال مهمة تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية منذ ذلك التاريخ، حيث تكون الفترة الانتقالية قد انتهت وآلت مهمة التنظيم والإشراف على الصناديق إلى الهيئة.

ويمكن تفسير هذا المنحى من المنظم السعودي على أنه:

١. محاولة لتوحيد جهات التنظيم والإشراف على الأسواق المالية والاستثمارية في المملكة لمنع التضارب المحتمل، فطبقاً للمادة (٥) من نظام السوق المالية رقم (٣٠/م)، وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ: "تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات...".

وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي:

أ- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

ب- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.

ج- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

- د- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب".
- وعلى هذا فإن قيام هيئة سوق المال بأعمال التنظيم للصناديق الاستثمارية يأتي تطبيقاً للقواعد العامة المتعلقة بتنظيم السوق ككل، لكن المنظم نص صراحة في المادة (٣٩) من النظام نفسه على قيام الهيئة بهذا التنظيم بالنسبة للصناديق الاستثمارية لئلا يحدث خلط في التفسير.
٢. إعطاء الصناديق الاستثمارية استقلالية أكبر، فعلى الرغم من أن المنظم السعودي انتحل الرأي القائل بعدم منح الصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية مستقلة؛ إلا أنه حاول بهذا التنظيم منح الصندوق استقلالية أكبر، وتفرداً في اتخاذ القرار الاستثماري.

## المبحث الرابع

## الملامح العامة لصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وخصائصها

## وفيه مطلبان

المطلب الأول: الملامح العامة لصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية:

لم تضع الأنظمة السعودية نصًا صريحًا في حصر أنواع الصناديق المسموح لها بالعمل في المملكة، وأشارت إلى بعض أنواع هذه الصناديق تنظيمًا لأحكامها، وتركت باقي الأنواع ليتم استنباطها من خلال النصوص التي وردت في هذه الأنظمة.

وعلى أساس ما ذكرناه في الأسس التصنيفية للصناديق الاستثمارية سنقوم بمحاولة معرفة الملامح العامة للصناديق المسموح لها بالعمل في المملكة العربية السعودية:

**أولاً: مدى موافقة الصندوق للعمل طبقاً لمحددات الشريعة الإسلامية:**

لم ينص أي من الأنظمة على اشتراط موافقة الصناديق الاستثمارية لأحكام الشريعة الإسلامية، وباعتبار أن العلاقة الحاكمة للصناديق الاستثمارية هي علاقة عقدية - كما سيأتي - فيجوز الاتفاق على تكوين الصندوق طبقاً للأنظمة، وطبقاً لما يتم الاتفاق عليه من شروط، بما فيها: ألا يخالف عمل الصندوق أحكام الشريعة الإسلامية.

ومع ذلك فقد أشارت بعض المواد في لائحة الصناديق الاستثمارية إلى هذا المعنى، ففي المادة (٣٤) المعنونة بـ "مقابل الخدمات والعمولات ولأتعاب المسموح بها" ورد النص الآتي: "لا يجوز لمدير الصندوق صرف أي مبالغ من أصول الصندوق العام الخاضع لإدارته إلا لسداد الأتعاب والمصروفات الآتية، وذكر منها: "أتعاب اللجنة الشرعية بما في ذلك أتعاب الرقابة الشرعية إن وجدت"، ومن الواضح أن وجود اللجنة الشرعية يكون في الحال التي يعمل فيها الصندوق طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، كما تؤكد نهاية الفقرة أن وجود اللجنة ليس وجوباً "إن وجدت"، ما يشير إلى النوع الآخر من الصناديق.

كذلك ورد في ملاحق اللائحة الملحق (١) متطلبات شروط وأحكام الصندوق، بأنه يجب

على مدير الصندوق أن يضيف إلى صفحة الغلاف العبارة الآتية: "تم اعتماد (اسم الصندوق) على أنه صندوق استثمار متوافق مع المعايير الشرعية المجازة من قبل لجنة الرقابة الشرعية المعينة لصندوق الاستثمار" وذلك إذا كان الصندوق متوافقاً مع معايير اللجنة الشرعية. ومما ورد في هذا الصدد -إضافة إلى ما سبق- ما جاء في الملحق (٢) مذكرة المعلومات، حيث وردت فقرة كاملة عن لجنة الرقابة الشرعية (في حال وجودها) تتضمن أسماء أعضائها وبيان أدوارهم ومسؤولياتهم وتفاصيل مكافئاتهم، والمعايير الشرعية لتحديد شرعية الأصول المعدة للاستثمار<sup>(١)</sup>.

### ثانياً: وجود أهداف غير تجارية للصندوق:

بالرغم من عدم نص المنظم السعودي على إمكان وجود صناديق استثمارية ذات أغراض غير تجارية، كأن يكون من أهدافها -فضلاً عن تحقيق الربح- خدمة المجتمع، أو الاستثمار في مشروعات تخدمه كمشروعات المحافظة على البيئة ونحو ذلك؛ إلا أنه لا يوجد في النصوص ما يمنع من تكوين وإيجاد هذا النوع من الصناديق. بل إن المادة (٣/ج/٥) من لائحة صندوق الاستثمار العقاري تنص على أنه: "يجب أن يتضمن طلب طرح وحدات صندوق الاستثمار ... شروط الصندوق وأحكامه موقعة من المدير التنفيذي ... وتعد تلك الشروط والأحكام بمثابة العقد بين مدير الصندوق ومالكي الوحدات"، كما نصت المادة (٥٤/ب) على أنه "يجب أن تتضمن شروط وأحكام الصندوق العام الأسس التي سيدخل مالكو الوحدات المحتملون بناء عليها في علاقات تعاقدية مع مدير الصندوق فيما يتعلق بالاستثمار المطروح عليهم". وهو ما يؤكد (مبدأ حرية الشروط) في الصناديق الاستثمارية، مالم تخالف الأنظمة المعمول بها في المملكة، وعلى هذا فلا مانع من إنشاء هذا النوع من الصناديق.

(١) يظهر تعدد المعايير الشرعية غالباً في صناديق الأسهم حيث تتفاوت آراء الهيئات الشرعية في النسب المئوية للمحرم الذي يمكن اغتفاره في الشركات المساهمة.

ولا شك أن هذا المبدأ هو من أهم العوامل التي تساعد في إنشاء الصناديق الاستثمارية الوقفية محل البحث.

### ثالثاً: طريقة طرح وحدات الصندوق:

فرقت لائحة صناديق الاستثمار بين طريقتين لطرح وحدات صناديق الاستثمار، أحدهما أطلقت عليه لائحة الطرح العام، والأخرى الطرح الخاص وأفردت لكل منهما باباً مستقلاً يجوي أحكامهما.

وأفادت اللائحة أن الطرح العام هو الأصل في الصناديق الاستثمارية وأن الطرح الخاص هو الاستثناء، ولذا قيدت الطرح الخاص فيما إذا طرحت وحداته على مستثمرين ذوي خبرة أو إذا كان الحد الأدنى المطلوب دفعه من كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله، كما قيدت اللائحة في مادتها (٩٣/ب) الصناديق الأجنبية المطروحة في السعودية بأن يكون طرحها دائماً طرحاً خاصاً.

### رابعاً: الهدف التجاري من الصندوق الاستثماري (السياسة الاستثمارية):

طبقاً لمبدأ حرية الشروط في الصناديق الاستثمارية السعودية الذي أشرنا إليه؛ فإنه لا يوجد ما يمنع من وضع شروط ملزمة تحدد الهدف من الصندوق من ناحية سياسته الاستثمارية، وعلى هذا فإن أنظمة المملكة تسمح بجميع أشكال الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى الهدف التجاري منها، بل إنه صدرت في المملكة بعض اللوائح التي تنظم عمل بعض أنواع من الصناديق، ومن ذلك لائحة صندوق الاستثمار العقاري، فصندوق الاستثمار العقاري السعودي من تصنيفاته الرئيسية أنه نوع من الصناديق المتخصصة (Speciality Funds) أي أنه تخصص في مجال معين لا يعمل في غيره طبقاً لشرط الصندوق.

### خامساً: هيكل رأس المال:

تنقسم الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى هيكل رأس المال إلى الصناديق الاستثمارية

المفتوحة، والصناديق الاستثمارية المغلقة -على ما وضعناه- وطبقاً لمبدأ حرية الشروط في الصناديق فلا مانع من إنشاء كلاً النوعين من الصناديق في المملكة.

ومع ذلك فتمَّ إشارة من المنظم إلى هذين النوعين من الصناديق، وذلك من خلال الشروط والإجراءات التي يتطلبها إنشاء الصندوق الاستثماري، فطبقاً للمادة (٦/أ) من لائحة صناديق الاستثمار العقاري التي نصت على أن صناديق الاستثمار العقاري من النوع المغلق: "صناديق الاستثمار العقاري من النوع المقفل... لكنه في الفقرة (ب) من نفس المادة نص على: "يجوز إنشاء أنواع أو أغراض أخرى من الصناديق غير ما ذكر في الفقرة (أ) من هذه المادة بعد توافر ما تراه الهيئة من شروط ومتطلبات"، وهذا النص يؤكد ما ذكرناه من مبدأ حرية الشروط في الصناديق الاستثمارية طبقاً للنظام السعودي، فضلاً عن أنه ينص صراحة على اشتراط أن تكون صناديق الاستثمار العقاري من النوع المغلق من حيث الأصل، لكنه فتح الباب أمام الأنواع الأخرى، على أنه علق ذلك على ما تراه هيئة سوق المال من اشتراطات ومتطلبات.

### سادساً: مكونات الصندوق:

يبدو أن النظرة الأولية للصناديق الاستثمارية بالنظر إلى موجوداتها أو مكوناتها في المملكة كان يتجه إلى أنها أدوات استثمارية في أوراق نقدية، أسهم وسندات ونحوهما، ولهذا كانت الجهة المنوط بها الترخيص للصناديق الاستثمارية أولاً هي مؤسسة النقد العربي السعودي طبقاً للبند (أولاً/أ) من قرار وزير المالية والاقتصاد رقم ٢٠٥٢/٣، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤هـ حيث ورد تعريف صندوق الاستثمار بأنه: "برنامج استثمار مشترك، ينشئه البنك المحلي، بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي...".

لكن المنظم السعودي عدل عن اشتراط موافقة مؤسسة النقد إلى هيئة سوق المال، وقد ذكرنا أنه قد يكون من أسباب هذا العدول النظر إلى موجودات الصناديق الاستثمارية التي لا تتوقف على الأوراق النقدية والأسهم والسندات ونحوها؛ وإنما تعدته

إلى سلع وبضائع وعقارات ونحو ذلك بما لا يتناسب مع رقابة مؤسسة النقد العربي السعودي، وعلى هذا، وطبقاً لمبدأ حرية الاشتراط في الصناديق الاستثمارية فإنه يجوز إنشاء الصناديق بجميع أنواع الأنشطة الاستثمارية.

### سابعاً: طبيعة الممارسة الاستثمارية:

أشار قرار وزير المالية والاقتصاد رقم (٢٠٥٢/٣)، وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤هـ في البند (سادساً/١/أ) إلى جواز قيام بعض الصناديق بالاستثمار في صناديق أخرى، لكنه لم يضع أحكاماً تخص هذا النوع من الصناديق أو الاستثمارات، وأحال في هذا إلى ضرورة مراجعة ما تصدره مؤسسة النقد العربي السعودي بين حين وآخر من تعليمات تخص هذا النوع من الصناديق.

بينما كانت المادة (٥٠) من لائحة صناديق الاستثمار أكثر صراحة في الإشارة إلى هذا النوع من الصناديق، بل أطلقت عليه المادة اسم: "الصندوق القابض"، حيث أشارت بفقراتها الثلاث إلى تنظيم أحكام هذا النوع من الصناديق، وبهذا يكون النظام السعودي قد سمح -طبقاً لهذا الأساس من الأسس التصنيفية- بنوعين من الصناديق:

١. **صناديق الاستثمار المباشر:** وهو كل صندوق يقوم بالاستثمار المباشر في الأوراق المالية، أو البضائع على ما تسمح به لوائح الصناديق الداخلية أو النظامية.

٢. **الصناديق القابضة:** وهي الصناديق التي تستثمر موجوداتها في صناديق استثمارية أخرى، وقد بينت المادة (٥٠) من لائحة صناديق الاستثمار المشار إليها إلى بعض الأحكام الخاصة بهذا النوع من الصناديق، وألزمت الصندوق القابض في أن يستثمر في ثلاث صناديق على الأقل، وأجازت له أن يحتفظ بما لا يتجاوز ٥% من أصوله على شكل نقد أو ما يمثله.

ثامناً: محل الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق:

لا يوجد ما يمنع من إنشاء الأنواع المختلفة للصناديق بالنظر لمحل استثماراتها في النظام السعودي تطبيقاً لمبدأ حرية الشروط في الصناديق الاستثمارية. وقد أشار المنظم السعودي إلى بعض أنواع هذه الأنشطة؛ مثل صندوق المؤشر (المادة ٤٥) وصندوق أسواق النقد (المادة ٤٨).

### المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

من خلال الاطلاع على الأنظمة السعودية المتعلقة بالصناديق الاستثمارية يمكن الاطلاع على عدد من خصائص الصناديق في المملكة والوقوف عليها من خلال الفروع الآتية:

#### الفروع الأولى: العلاقة بين أطراف الصندوق علاقة عقدية:

فالنظم واللوائح في المملكة لا تقوم بتوليد أو وضع هذه العلاقة، وإنما تقوم بتنظيمها، وبيان المحاذير التي يمكن أن تقع فيها، أما نشوء العلاقة فهو مبني على العقد بين مدير الصندوق والمستثمرين.

فقد أشارت لائحة صناديق الاستثمار إلى نوع هذه العلاقة في عدد من المواضع، من ذلك ما ورد في المادة (٥٤/ب) من اللائحة المشار إليها، حيث نصت على أنه: "يجب أن تتضمن شروط وأحكام الصندوق العام الأسس التي سيدخل مالكو الوحدات المحتملون بناء عليها في علاقات تعاقدية مع مدير الصندوق فيما يتعلق بالاستثمار المطروح عليهم".

بينما كانت المادة (٣٢) من اللائحة نفسها أكثر قرباً من بيان تلك العلاقة التعاقدية، فقد ترجمت المادة بعنوان: "الشكل التعاقدية للصندوق العام"، ونصت على أنه: "تنشأ العلاقة التعاقدية بين مالك الوحدات المحتمل ومدير الصندوق بتوقيعها على شروط وأحكام الصندوق ذي العلاقة".

ومن جهة أخرى كانت المادة (٥) من لائحة صندوق الاستثمار العقاري قد نصت

على هذا، فقد وضعت عنواناً للمادة المشار إليها (الأساس القانوني لإدارة الصندوق)، ثم نصت على ما يلي: "تنشأ علاقة تعاقدية بين مدير الصندوق، ومالكي الوحدات بموجب التوقيع على شروط وأحكام الصندوق المرخص له من الهيئة وفقاً لأحكام هذه اللائحة".

### الفرع الثاني: الصندوق الاستثماري بالمملكة ببيان ثنائي الأطراف:

فقد صرحت لائحة صناديق الاستثمار بأطراف هذه العلاقة في المادة (٥٤/ب) التي سبقت الإشارة إليها، كما صرح بأطراف هذه العلاقة -أيضاً- المادة (٥) من لائحة صندوق الاستثمار العقاري، حيث نصت على أنه: "تنشأ علاقة تعاقدية بين مدير الصندوق، ومالكي الوحدات بموجب التوقيع على شروط وأحكام الصندوق المرخص له من الهيئة وفقاً لأحكام هذه اللائحة".

وعلى هذا فإن أطراف العلاقة الثنائية في الصندوق الاستثماري:

أ- مدير الصندوق.

ب- المستثمرون.

### الفرع الثالث: المستثمرون يملكون أصول الصندوق:

وقد نص المنظم السعودي على ملكية المستثمرين لأصول الصندوق، ووضع في ذلك عدداً من النصوص الصريحة، منها ما ورد في المادة (٣٢/أ) التي نصت على أن "تكون الوحدات المشتركة فيها ملكاً لمالك الوحدات المحتمل عند تنفيذ طلب الاشتراك في يوم التعامل التالي للموعد النهائي لتقديم طلبات الاشتراك والاسترداد". وأتاحت الفقرة التي تليها لمالك الوحدات ممارسة جميع الحقوق المرتبطة بالوحدات "...".

ومنهما ما ورد في لائحة صندوق الاستثمار العقاري في مادتها (١٢/ج): "يكون صافي الأصول في الصندوق مملوكاً لمالكي الوحدات مجتمعين".

كذلك يلاحظ أن المنظم السعودي يعبر غالباً عن المستثمرين باسم (مالكو

الوحدات).

كما نصت المادة (٣٣/أ) على أن الوحدات المشترك فيها تكون ملكاً لمالك الوحدات المحتمل عند تنفيذ طلب الاشتراك في يوم التعامل التالي للموعد النهائي لتقديم طلبات الاشتراك والاسترداد.

### الفرع الرابع: الصناديق الاستثمارية بالمملكة لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية:

تصنف الأنظمة السعودية الصناديق الاستثمارية على أنها برامج استثمارية كما سبق أن أوردناه في مختلف التعريفات التي أوردتها النظم بالمملكة، ومع ذلك فقد أوردنا أن هناك اتجاهها لدى المنظم السعودي في إعطاء الصناديق الاستثمارية شيئاً من الاستقلال في اتخاذ القرار والإدارة، ولهذا فصل الإشراف التنظيمي للصناديق الاستثمارية عن البنوك، وجعل على رأس الصندوق مدير للصندوق ومجلس لإدارته طبقاً لما ورد في المادة (٧) من لائحة صندوق الاستثمار العقاري: "يكون الإشراف على الصندوق وفقاً للقواعد الآتية:

أ- مدير الصندوق، وهو الجهة الأولى المشرفة على الصندوق.

ب- مجلس إدارة الصندوق: ويقوم مدير الصندوق بتعيين هذا المجلس، ويبدو أن الحكمة من هذا التنظيم ألا يحدث تضارب أو اختلاف بين الأعضاء المشرفين على الصندوق، فباعتبار أن مدير الصندوق هو المسؤول الحقيقي عن إدارته وجب أن يترك له حرية تعيين من يراه مناسباً للعمل، بحيث يتناسب مع طريقة إدارته وفكره وسياساته، ولا يحدث الخلاف بينهم، بما يعود على مالكي الوحدات (المستثمرين) بالخسارة.

على أنه يجب على مدير الصندوق اختيار ثلث مجلس الإدارة على الأقل من الأعضاء المستقلين، وفي جميع الأحوال يجب ألا يقل عدد الأعضاء المستقلين عن اثنين. ومع ذلك فقد اشترط المنظم أن توافق هيئة سوق المال على تعيين مجلس الإدارة، وبالتالي تتحقق الرقابة الجزئية التي لا تخل بفكرة التجانس بين المدير ومجلس الإدارة، ويجوز للهيئة

استبعاد كل أو بعض أعضاء مجلس الإدارة إذا رأت في ذلك مصلحة للمالكي الوحدات، وذلك بقرار مسبب، وهو ما يؤكد فكرة رقابة هيئة سوق المال لإدارة الصناديق، -وأيضاً- يؤكد على الشفافية التي تعمل على أساسها الهيئة بوضعها أسباب استبعادها صريحة.

وكل ما سبق يؤكد فكرة الاتجاه نحو استقلال الصناديق الاستثمارية على الرغم من عدم تمتعها بالشخصية الاعتبارية.

### الفرع الخامس: الأصل حرية الاشتراط في الصناديق الاستثمارية:

وهو ما عبرنا عنه مراراً بمبدأ حرية الاشتراط في الصناديق الاستثمارية، فهذا هو الأصل الذي يلحظ في اتجاه المنظم السعودي، ما لم تخالف هذه الشروط المصلحة العامة فيتم التدخل بمنعها، أو أن تكون هذه الشروط مصادمة للوائح الخاصة بتنظيم عمل الصناديق الاستثمارية، أو أية نظم ولوائح أخرى، وبالتالي فقد فتح المنظم السعودي الباب واسعاً لإنشاء العديد من أنواع الصناديق، بل وابتكار أية أنواع أخرى غير معروفة؛ وذلك رعاية لمصلحة المستثمرين، وكذلك رعاية لمصلحة الاقتصاد الوطني.

وقد أشارت المادة (٥٤/أ، ب) من لائحة صناديق الاستثمار إلى هذا المعنى، حيث اعتبرت أن: "شروط وأحكام الصندوق" تمثل "العقد بين مدير الصندوق ومالكي الوحدات". كذلك أشارت المادة (٤٧) من اللائحة نفسها إلى هذا المبدأ، لكنها جعلت لهيئة السوق المالية الحق في مراقبة هذه الشروط وقبولها، فقد نصت المادة المشار إليها على بعض الصناديق المتخصصة مثل الصناديق المغذية والقابضة وغيرها، وختمت بأنه "يجوز تقديم طلبات لتأسيس أنواع أخرى من الصناديق العامة المتخصصة إلى الهيئة لتنظر في كل طلب بشكل منفصل".

### الفرع السادس: الأصل عدم التمييز في طرح الاستثمارات في الصندوق العام بين أي

من المواطنين:

فلا يجوز -من حيث الأصل- استهداف طائفة معينة من المستثمرين بسبب صفة تجمعهم، أو مركز قانوني يتمتعون به، وقد نصت المادة (٩/و) من لائحة صناديق الاستثمار

على هذا المعنى، حيث نصت على أنه: "... لا يجوز لمدير الصندوق حصر أهلية الاستثمار في صندوق استثمار على مواطني أي دولة أو مجموعة من الدول في صندوق معين...". ومع ذلك فلم تمنع النظم أن يتم إنشاء صندوق استثمار يتم طرح وحداته طرحاً خاصاً، على ما بيناه سابقاً، لكنها اشترطت موافقة هيئة سوق المال، وحددت حالات معينة، وصور محددة يمكن فيها القيام بالطرح الخاص.

### الفرع السابع: الإشراف والرقابة الحكومية على عمل الصناديق الاستثمارية:

لا يقتصر الإشراف الحكومي على الصناديق الاستثمارية على مرحلة الإنشاء، وضمن موافقة الصندوق للنظم الحاكمة لإنشائه وعمله فقط؛ وإنما يتعداه أيضاً للرقابة على أداء الصندوق من خلال طريقة الإدارة ونحوها، وذلك حفاظاً على حقوق مالكي الوحدات. وتعتبر هيئة السوق المالية هي الجهة الحكومية التي تقوم بالإشراف والرقابة على الصناديق الاستثمارية بالمملكة، كما تعد اللوائح التنظيمية المتعلقة بالصناديق الاستثمارية العامة، أو المتخصصة هي مظنة قواعد هذا الإشراف والرقابة، سواء من جهة الاشتراطات التي تسبق طلبات إنشاء الصناديق أو من حيث الموافقة على مجالس الإدارات، وكذلك إلزام مدير الصندوق بتزويد الهيئة بالتقارير المالية وأي تغييرات تطرأ على الصندوق. كذلك من صور الإشراف والإدارة التي تمارسها هيئة السوق المالية على الصناديق الاستثمارية حالة صلاحية الهيئة في عزل مدير الصندوق واستبداله، كما نصت على ذلك المادة (٢٠١) من اللائحة.