

الفصل الثاني عشر

المحافظ الاستثمارية الإسلامية

تعريف صناديق الاستثمار:

هناك عدة تعريفات للصناديق الاستثمارية، منها:

أولاً: هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية، من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية.^(١)

ثانياً: تجميع أموال الأشخاص الطبيعيين، أو الاعتباريين بغرض إخضاعها لإدارة ما تتولى تنميتها عبر استثمارها في أدوات استثمارية ومجالات أخرى.^(٢)

ثالثاً: برنامج استثمار مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة.^(٣)

رابعاً: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الإصدار.^(٤)

وتم تعريف الصناديق الاستثمارية تعريفاً شاملاً كالآتي:

خامساً: مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة، تتولى تجميع المدخرات من الجماهير، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، تعهد بها إلى

-
- (١) تهامي، عز الدين فكري، (١٩٩٧م). تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، ٢٢ مارس، ص ٣.
 - (٢) أحمد، مصطفى علي، (١٩٩٧م). صناديق الاستثمار، مزاياها وأنواعها، التكيف الشرعي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، ٢٢ مارس، ص ١١٢.
 - (٣) مجلس هيئة السوق المالية، قرار رقم ٤-١١-٢٠٠٤، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها ص ١٢.
 - (٤) الحسني، أحمد حسن أحمد، (١٩٩٩م). صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، ص ٦.

جهة أخرى لإدارتها واستثمارها في الأوراق المالية أساساً، ومجالات الاستثمار الأخرى نيابة عن المدّخرين، لتحقيق أعلى عائد من الربح بأقل مخاطرة وفق شروط متفق عليها.^(١)

خصائص صناديق الاستثمار:

- وهناك عدة خصائص للصناديق الاستثمارية،^(٢) وهي كالآتي:
 - أولاً:** إتاحة المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في سوق المال إذا امتلك حداً أدنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في إحدى صناديق الاستثمار.
 - ثانياً:** تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمر، حيث تقوم بتنوع استثماراتها في الأوراق المالية، وحيث إنّ صغار المستثمرين، لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة، وعدم توفر مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال.
 - ثالثاً:** السيولة: وخاصة في الصناديق المفتوحة، فيستطيع المستثمر سحب قيمة وثائقه، من الصندوق المصدر لها خلال أي يوم من أيام العمل.
 - رابعاً:** الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة، التي تدير محفظة الأوراق المالية، للمستثمر بتكاليف منخفضة.
 - خامساً:** تحقيق عائد أعلى من عائد الوثائق المصرفية.
 - سادساً:** تمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة.
 - سابعاً:** تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمر، لما تتمتع به هذه الصناديق من شفافية، وإفصاح عن إدارتها بشكل مستمر.
 - ثامناً:** الأنواع المختلفة للصناديق، تعطي مرونة للمستثمر في اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه.
 - تاسعاً:** تخضع هذه الصناديق لرقابة من قبل جهاز هيئة سوق المال.

(١) العنزي، عصام خلف، (٢٠٠٤م). صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها، دراسة فقهية قانونية، رسالة جامعية، الجامعة الأردنية، ص ١٥.

(٢) العنزي، صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها، مرجع سابق، ص ص ٢٣-٢٥.

التكليف الفقهي لصناديق الاستثمار:

أولاً: الأطراف المتعاقدة في صناديق الاستثمار: ^(١)

هناك عدة أطراف تعتبر الأساس في تكوين صناديق الاستثمار وهذه الأطراف هي:

١. المساهمون المكتتبون في الصناديق.

٢. مدير الاستثمار.

٣. جهة الإصدار: وهو المصرف الذي يقوم بإنشاء الصندوق واستصدار التراخيص الرسمية لإنشائه، وقد يشارك في رأس ماله.

ثانياً: العلاقات التي تنشأ بين هذه الأطراف هي:

١. علاقة المساهمين فيما بينهم: حيث يقوم المساهمون بالاككتاب في الصناديق بالحصول على أوراق مالية وفق وحدات متساوية القيمة، والتي تمثل حصصاً للمساهمين في هذه الصناديق، إذن فالعلاقة بين أصحاب هذه الأموال علاقة مشاركة، هذه الشركة تعتبر شركة أموال، وشركة الأموال جائزة ومشروعة في الفقه الإسلامي. ^(٢)

٢. علاقة المساهمين بمدير الاستثمار: وتعتبر هذه العلاقة علاقة مضاربة، ^(٣) حيث يقوم مدير الاستثمار بإدارة الأموال نظير حصة معلومة من الربح. حيث إنّ أصحاب الوحدات الاستثمارية هم أرباب المال، ومدير الصندوق هو المضارب. ^(٤)

(١) هندي، منير، (١٩٩٩م). أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الاسكندرية، ص ١٤١.

(٢) النسفي، البحر الرائق، ج ٥، ص ١٨٠. - النفراوي، الفواكه الدواني، ج ٢، ص ١٢٠. - الشربيني، مغني المحتاج، ج ٢، ص ٢١٢. - المرداوي، الإنصاف، ج ٥، ص ٤٠٨.

(٣) والمضاربة هي عقد بين طرفين، يقوم الأول ببذل المال، والآخر ببذل العمل، على أن يكون الربح بينهما على حسب الاتفاق. - الهداية شرح البداية، ج ٣، ص ٢٠٢. - الجندي، خليل بن اسحاق، مختصر خليل، (٢٠٠٥م). (المحقق: أحمد جاد)، دار الحديث، القاهرة، ط ١، ص ٢٣٨. - النووي، روضة الطالبين، ص ٧٣، - ابن قدامة، المغني، ج ٧، ص ١٣٧.

(٤) آدم، محمد عبده، صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تعبئة واستخدام الموارد، مع دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار السعودية، رسالة دكتوراه في قسم الاقتصاد، جامعة النيلين، السودان، ص ١٤٨.

٣. العلاقة بين جهة الإصدار والمساهمين: وبما أنه يمكن للمصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، فتصبح العلاقة بينه وبين المساهمين علاقة مشاركة، "شركة أموال"، وقد يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية، وتعتبر هذه العمولة أجرة لهذا المصرف، وهي جائزة شرعاً. فالمدبر ينوب عن المستثمرين بإدارة الأموال لتحقيق الربح، وذلك مقابل أجر، وهو ما يسمى "الوكالة بأجر".^(٢) ويمكن القول بأن الصناديق الاستثمارية هي علاقة تعاقدية بين طرفين، وهما من يحدّد شكل التعاقد من الجانب الفقهي، فقد يكون هذا التعاقد على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر أو الجعالة، وهذا يرجع إلى طريقة احتساب العمولة، سواء أكان ربحاً، أم أجراً، أم جُعلاً، ولكن وفق الشروط التي حدّدها الفقهاء لكل عقد.^(٣) وقد تكون العلاقة من خلال اعتماد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم.^(٤)

أقسام صناديق الاستثمار:

أولاً: أقسام صناديق الاستثمار (وفقاً لاعتبار هيكل رأس المال):

١. صناديق الاستثمار المفتوحة: وتكون رؤوس أموالها متغيرة وغير ثابتة.^(٥) ويزداد حجمها ببيع الوثائق الاستثمارية، ويقل حجمها باسترداد بعض المستثمرين للوثائق الاستثمارية،^(٦) ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه، طالما أن نشاطه ما زال قائماً.

(١) صلاحين، عبد المجيد، صناديق الإستثمار الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة. ص ٩-١٠.

(٢) أبو غدة، عبد الستار، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، ج ٢، ص ١٣.

(٣) العتيبي، أحمد، (١٤٢٧هـ). المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط ١، ص ٥٤.

(٤) أبو غدة، عبد الستار، الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية، مجلة المجمع، الدورة التاسعة، المجلد الثاني، ص ١١.

(٥) الفطاطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص ٩٨.

(٦) الهندي، عدنان، وآخرون، (١٩٩٥م). المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، ص ٩٠.

٢. صناديق الاستثمار المغلقة: وتكون محدّدة القيمة والحجم مسبقاً، وعدد الوثائق التي تصدرها ثابتة، ويتم تداول هذه الوثائق في البورصة، وتنتهي هذه الوثائق بانتهاء مدة الصندوق، ويتم استرداد قيمتها من الجهة المنشئة للصندوق.^(١)

ثانياً: أقسام صناديق الاستثمار: (وفقاً للهدف منه)

١. صناديق النمو: وهي صناديق تهدف إلى تحقيق نمو رؤوس أموالها، ولا تركز على إيجاد دخل دوري للمستثمر، وتقوم بحجز الأرباح المتحققة من أجل التوسعة وتحقيق نمو أكبر لرأس مالها.^(٢)

٢. صناديق الدخل: وتحقق دخل دوري للمستثمر، وتناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائدات استثماراتهم لتغطية أعبائهم المعيشية، كما أن محافظ هذه الصناديق تتكون من أسهم وسندات لشركات كبيرة، توزّع أرباحاً على مساهميها بشكل كبير.^(٣)

٣. صناديق النمو والدخل: وتحقق هذه الصناديق الهدفين معاً، بتحقيق دخل دوري للمستثمر ويعمل على تحقيق نمو رأسمالي للمستثمرين.^(٤)

أنواع الصناديق الاستثمارية:

أولاً: أنواع الصناديق الاستثمارية التقليدية:

١. صناديق العملات: حيث يقوم مدير الاستثمار بالتجارة في العملات، للاستفادة من فروقات الأسعار بمرور الزمن.^(٥)

(١) جبر، هشام، (٢٠٠٥م). صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية، ٨-٩ مايو ٢٠٠٥م، ص ٧.

(٢) حمامي، عبد الكريم، (٢٠٠٠م). صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة، ص ص ٢٤-٢٥.

(٣) الهندي وآخرون، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص ٤٨.

(٤) دوابه، أشرف، (٢٠٠٤م). صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، ص ٦٢.

(٥) مطر، محمد، (٢٠٠٤م). إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، ص ٧٣.

٢. **صناديق الأسهم**: وهي صناديق متوسطة أو طويلة الأجل، وتعتبر مشهورة جداً، ويتم الاستثمار بأنواع مختلفة من الأسهم، ويهدف المستثمر لتحقيق نمو رأسمالي في المدى الطويل.^(١)
٣. **صناديق السندات**: ويرغب المستثمرون بهذه الصناديق إلى الابتعاد عن المخاطرة وتحقيق عائد ثابت،^(٢) بالرغم من تدني هذه العوائد مقارنة بالأنواع الأخرى من الصناديق، ومن المعروف أن الاستثمار بهذه الصناديق محرّم شرعاً، لأن السندات عليها سعر فائدة وهو محرّم شرعاً.^(٣)
٤. **صناديق السلع أو البضائع**: حيث يتم شراء السلع نقداً وبيعها بالآجل، وتعتبر أرباح هذا البيع هي دخل الصندوق الذي يوزّع على المكتسبين في الصندوق بنظام النسب، ويتم استخدام بيع المراجحة والسلم والاستصناع.^(٤)
٥. **صناديق الذهب والمعادن النفيسة**: وتُعنى هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم شركات الذهب والمعادن النفيسة.^(٥)
٦. **صناديق النقد**: وتحتوي هذه الصناديق على أوراق مالية قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية. وتعتبر هذه الصناديق مستقرة القيمة، ومخاطرها قليلة، وسيولتها عالية ولكن يؤخذ عليها بأنها منخفضة العوائد.^(٦)

(١) السيد، زينب، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، م٣٩، العدد ١، ص ٩٠.

(٢) المومني، غازي، (٢٠٠٣م). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص ٢٩.

(٣) صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، ٢٠١٣/٢.

(٤) مبروك، نزيه، (٢٠٠٦م). صناديق الاستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، ص ١٠٩.

(٥) الشراح، رمضان، ومحروس حسن، (١٩٩٩م). الاستثمار النظرية والتطبيق، ذات السلاسل، الكويت، ص ٢٤٦.

(٦) صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص ٢١٧.

٧. **الصناديق المتوازنة:** وتتكون من أسهم عادية، وأدوات مالية أخرى مثل السندات والأسهم الممتازة،^(١) وسمّيت أيضاً بالصناديق المنوعة،^(٢) وتختلف نسبة الأسهم العادية إلى مكونات الصندوق الأخرى باختلاف الأهداف المحددة للصندوق.^(٣)

ثانياً: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

وتقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى الأنواع الآتية:^(٤)

١ - صناديق الأسهم الإسلامية: ويقوم مبدأ هذا الصندوق على:

- أ. اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحاً.
- ب. أن يحسب المدير 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.
- ج. أن يتقيّد بشروط صحّة البيع، وأن يتقيّد بشروط الصرف في حالة النقود.

١. **صناديق السلع:** ويكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالآجل، واتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدّوليّة نظراً لتطور أسواق السلع الدّوليّة،^(٥) ووجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، ويقصد هنا بالسلع تلك التي يكون لها أسواق بورصة منظمة مثل الألومونيوم والنحاس والبترول ويقتصر التعامل بالسلع المباحة، والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالآجل، ويُستثنى من

(١) خريوش، حسني، وآخرون، (١٩٩٩م). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، ص ١٣٤.
(٢) هندي، منير، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص ٥٣.
(٣) غنيم، حسين، (٢٠٠٥م). دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، ص ٢٧.
(٤) القري، محمد علي، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، مرجع سابق، ص ٤٣.
(٥) مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص ٦٩.

ذلك الذهب والفضة.^(١) وقد تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجحة أو السلم.^(٢)

٢. **صناديق التأجير:** وعقد الإجارة هو عقد محلّه منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع، كالسكن بالنسبة للمنزل، والنقل بالنسبة للسيارة، إذن فهو عقد بيع للمنافع.^٣ ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق الأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات والعقار.

٣. **رأس المال المأمون:** ويقوم الصندوق بالاستجابة لرغبات المستثمرين الذين يفضلون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية.^(٤)

ثالثاً: تكييف العلاقة بين مدير الاستثمار والمساهمين في الصناديق الاستثمارية:

وتقترح الباحثة تكييف العلاقة شرعاً بين مدير الاستثمار والمساهمين، على أساس عقد الجعالة، بحيث يطلب المساهمون من مدير الاستثمار إدارة الأوراق المالية بالبيع والشراء لتحقيق أرباح رأسمالية وعوائد دورية للمساهمين (أصحاب الوحدات الاستثمارية) مقابل جعل يستحقّه إذا حقق هدفاً معيناً، مثلاً تحقيق أرباح رأسمالية بمبلغ معين، وما زاد عن هذا المبلغ فهو له، أو تحقيق عائد دوري معين وما زاد عن هذا المبلغ شهرياً، فهو لمدير الاستثمار. وهذا من شأنه أن يحفزه على تحقيق الأرباح وابتكار فرص استثمارية جديدة، وإدارة الأوراق المالية بكفاءة أكثر حتى يستحقّ أكبر جعل ممكن وهو الفائض عن الرقم المحدّد له مسبقاً. وإذا لم يحقق مدير الاستثمار هذا الرقم المحدّد فلا جعل له، لأنه لم يحقق النتيجة المطلوبة. وقد يحدد له راتباً شهرياً، بالإضافة إلى جعل معين إذا زادت الأرباح عن رقم معين، حتى يشجعه ذلك على العمل بكفاءة.

(١) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ص ١٠٩.

(٢) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سابق، ص ١٠٩.

(٣) جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، ص ٧.

(٤) جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، ص ٧.