

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

توسيع المشاركة الشعبية في تنشيط سوق الأوراق المالية
وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال صناديق الإستثمار
الإسلامية

الأستاذ: شرياق رفيق

أسناذ مساعد بجامعة قلمة

الملخص:

تمثل صناديق الإستثمار الإسلامية أدوات مالية مستحدثة للإدخار والإستثمار، ومقبولة من الناحية الشرعية، إذ تتيح الفرصة أمام صغار المستثمرين، فضلا عن كبارهم، كقليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، وكذا محدودي الموارد المالية ومن لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة استثماراتهم بأنفسهم لدخول عالم الإستثمار بصفة عامة وفي سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، من خلال إدارة فنية متخصصة، وبذلك تسهم هذه الصناديق في تنشيط تلك السوق باستقطابها لمستثمرين جدد وتوفيرها للسيولة اللازمة لها، كما تسهم في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، صناديق الإستثمار التقليدية، صناديق الإستثمار الإسلامية، الإستثمار، الصكوك الإسلامية.

Résumé

Représentant les instruments financiers des fonds d'investissement islamiques économies innovantes et des investissements , et acceptable en termes de légitimité , car il fournit une occasion pour les petits investisseurs , ainsi que leurs aînés ,mal expérience et connaissance des marchés financiers , ainsi que les ressources financières limitées et n'ont pas assez de temps pour gérer leurs placements eux-mêmes pour entrer dans le monde de l'investissement en général; et dans le marché boursier , en particulier , à travers la gestion des techniques spécialisées , et ainsi contribuer à ces fonds dans la revitalisation de ce marché Bastqtabha à de nouveaux investisseurs et de fournir la liquidité nécessaire , contribuent également à déplacer la roue du développement économique .
Mots-clés: bourse , les fonds communs de placement traditionnels , les fonds islamiques ,investissement , islamique Sukuk .

المقدمة:

تمثل عملية تنمية سوق الأوراق المالية أحد الأهداف الأساسية للتنمية الاقتصادية من جهة، وأحد عوامل تحقيقها من جهة ثانية، من خلال ما توفره من تمويل متوسط وطويل الأجل لمختلف المشاريع، ولعل صناديق الإستثمار تعد من أهم أدوات تنشيط تلك السوق، كما تمثل قناة كفاءة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية .

وتعتبر صناديق الإستثمار أحد صيغ الإستثمار الجماعي التي تعمل على تجميع الفوائض المالية، واستثمارها في الأوراق المالية وغيرها من الأصول الأخرى عن طريق جهات متخصصة، وذلك بغرض تنميتها والمحافظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية.

فصناديق الإستثمار -بقسميها: الإسلامية وغير الإسلامية- تؤدي وظائف اقتصادية ومالية مهمة للأفراد والمجتمعات، لكن وبسبب عدم تقييد صناديق الإستثمار غير الإسلامية في أنشطتها ومعاملاتها بالضوابط الشرعية، أصبح من الأهمية بمكان البحث عن أوعية ومنتجات استثمارية بديلة تقوم على أسس شرعية ترفع الحرج عن المسلمين الراغبين في استثمار أموالهم وفقا لأساليب مباحة شرعا، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الإستثمار الأخلاقي المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبذلك ظهرت الصناديق الإسلامية كواحدة من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

وتلعب صناديق الإستثمار دورا هاما في أسواق الأوراق المالية كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات، وإتاحة فرص الإستثمار لصغار المستثمرين فضلا عن كبارهم، تحت إشراف أجهزة متخصصة، حيث تعمل هذه الصناديق على تجميع المدخرات بصفة أساسية من القطاع العائلي لإتاحة الفرصة لهذا القطاع للدخول في مجال الإستثمار والذي يحتاج إلى خبرة عالية قد لا تتوفر للمستثمر الفرد، لذلك لما ظهرت هذه الصناديق إنجبه عامة الناس للإستثمار فيها وكان إقبالهم عليها كبيرا وواسعا، ومعلوم أن تنشيط سوق الأوراق المالية وتفعيله يعني تحريك لعجلة التنمية الاقتصادية بالتبعية.

هذا من جهة، من جهة أخرى يمكن لصناديق الإستثمار الإسلامية -خصوصا- أن يكون لها دورا في خدمة التنمية الاقتصادية كونها ليست مجرد وسيطا ماليا كما هو الحال بالنسبة لصناديق الإستثمار التقليدية، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الإستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، حيث تقوم الجهة الراغبة في تكوين صندوق استثمار إسلامي بإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية لمشروع معين ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحها للجمهور صكوكا للإكتتاب العام، وتتولى إدارة الصندوق استثمار حصيلة الإكتتاب في استثمارات مالية أو استثمارات حقيقية مباشرة تساعد على رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الرخاء الاقتصادي.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية دراستنا هذه من الأهمية الاقتصادية لصناديق الإستثمار -خاصة الإسلامية منها- باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية مستحدثة لها دور كبير في جذب المدخرات وتشجيع الإستثمار ضمن دائرة الحلال، محققة بذلك مجموعة من المزايا والأهداف لعل أهمها:

- تنشيط حركة سوق الأوراق المالية والرفع من كفاءة أدائها،
 - تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، من خلال ما توفره من موارد مالية، وكذا من خلال امتداد نشاطها -إضافة إلى تكوين محافظ الأوراق المالية- إلى الدخول في عمليات استثمارية حقيقية في مجالات مختلفة من النشاط الإقتصادي، سواء في المجال التجاري، أو في استثمارات عقارية، أو في أنشطة قائمة على صيغ الإستثمار الإسلامي كالإجارة والمشاركات وغيرها.
- إشكالية الدراسة:

إنطلاقاً مما سبق يمكن صياغة إشكالية بحثنا هذا كما يلي: "ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق الإستثمار، وبخاصة الإسلامية منها، في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، وفي تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية؟".

فرضيات الدراسة:

إنطلاقاً من إشكالية الدراسة ومحاولة منا الإجابة عنها، تسعى دراستنا هذه لاختبار الفرضيات التالية:

-تستهدف صناديق الإستثمار الإسلامية -أساساً- عامة الناس الراغبين في الإستثمار المباح شرعاً، لكن لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية أو أصحاب الأموال الذين تنقصهم الخبرة والمعرفة أو الوقت الكافي لإدارة استثماراتهم، وبالتالي إشراك هؤلاء جميعاً- ولو بطريقة غير مباشرة- في زيادة حجم ونشاط سوق الأوراق المالية، وكذا في توفير التمويل اللازم لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية.

-يؤدي اتساع وتحسن نشاط صناديق الإستثمار الإسلامية إلى الرفع من مستوى أداء سوق الأوراق المالية من جهة، وإلى تحريك عجلة التنمية الاقتصادية من جهة ثانية.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من المقاصد والأهداف، نذكر أهمها:

-التعرف على صناديق الإستثمار الإسلامية والإحاطة بها من حيث طبيعتها، مزاياها، أنواعها، طريقة عملها، كيفية إدارتها، ضوابط نشاطها الإستثماري، الجهات المشاركة في تكوين الصندوق والعلاقات التعاقدية التي تنشأ بينها.

-إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق الإستثمار الإسلامية في دعم سوق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية، وكذا إيضاح المزايا التي يستفيد منها المستثمرون فيها.

أقسام الدراسة:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة أعلاه والإلمام بمختلف جوانب الموضوع ، قسمنا دراستنا إلى خمسة مباحث:

المبحث الأول: ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية

المبحث الثاني: أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: ضوابط استثمار صناديق الإستثمار الإسلامية ومراحل تأسيسها

المبحث الرابع: الأطراف المكونة لصناديق الإستثمار الإسلامية والعلاقات التعاقدية بينها

المبحث الخامس: الأهمية الاقتصادية لصناديق الإستثمار الإسلامية

1. ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية

في البداية نود الإشارة إلى أنه بالإمكان التمييز بين قسمين رئيسيين من صناديق

الإستثمار هما:

القسم الأول: صناديق استثمار تنشئها شركات الإستثمار والمصارف التقليدية وشركات التأمين، وغالبا ما يقتصر نشاط هذه الصناديق على الإستثمار غير المباشر، وذلك من خلال تكوين محافظ للأوراق المالية كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة ونحوها.

القسم الثاني: صناديق استثمار تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ويشتمل نشاط هذه الصناديق على الإستثمار الحقيقي المباشر بمختلف مجالاته، كالمجال التجاري، الإستثمار العقاري، أنشطة التأجير والسلم والمشاركات والمراوحة والإستصناع، وكذا الإستثمار غير المباشر المتمثل في بيع وشراء أنواع معينة من الأوراق المالية والمباحة شرعا كالأسهم.

1.1. تعريف صناديق الإستثمار

قبل الخوض في ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية تعريفنا وخصائصها، سوف نحاول

أولا تعريف صناديق الإستثمار بشكلها التقليدي.

1.1.1. تعريف صناديق الإستثمار التقليدية

تعرف صناديق الإستثمار بأنها: "مؤسسات مالية تقوم بالإستثمار الجماعي في

الأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين وبصفة خاصة من صغارهم، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل".

كما تعرف هذه الصناديق بأنها: "عقد شركة* بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق إسمية 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 والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص، وفقا للشروط التي تبينها نشرة الإصدار".

2.1.1. تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية

تعرف صناديق الإستثمار الإسلامية بأنها: "إحدى المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والإختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الإستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد

فبما بينهم حسب الإتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليقات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية".

كما تعرف صناديق الإستثمار الإسلامية أيضا بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، حيث يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الإكتتاب التي تمثل رأسمال المضاربة، وتعطي للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر ك شراء وبيع أصول وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الإكتتاب الملزم بها كلا الطرفين".

2.1. خصائص صناديق الإستثمار الإسلامية

تتسم صناديق الإستثمار الإسلامية بذاتية تميزها عن غيرها من صناديق الإستثمار التقليدية من حيث طبيعة العلاقة بينها وبين أصحاب الصكوك الإستثمارية، وكذلك من حيث طبيعة أدوات تجميع المدخرات، ومن حيث صيغ توظيف تلك المدخرات، ومن حيث العلاقة التي تنشأ بين أصحاب الصكوك الإستثمارية وبين إدارة تلك الصناديق وبين المؤسسات المالية التي تكونها (تشكلها)، وكذلك من حيث التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاتها واتساع مسؤولية القائمين على أمرها لتشمل المسؤولية أمام المجتمع وأمام الأمة الإسلامية وأمام الله عز وجل.

وانطلاقاً من التعريف الأخير -السابق- لصناديق الإستثمار يمكن أن نستخلص أهم الخصائص المميزة لهذه الصناديق، وهي:

- لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الصكوك الإستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، إذ أنها مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل.

- تقوم هذه الصناديق على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الصكوك)، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من عدة أفراد أو جهات، والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال، والصندوق كشخصية معنوية يمثل رب العمل، وهذه الخاصية تخضع لفقه عقد المضاربة.

- يلتزم الصندوق في جميع معاملاته بالضوابط الشرعية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات التي تصدر عن المجامع الفقهية وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.

- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليقات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق طالما أنها لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوفيقية.

- يدار الصندوق من طرف جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق* عقد وكالة أو عقد عمل أو أي عقود مستحدثة، وتعمل هذه الجهة في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والإستثمارية.

- توظف الأموال المجمعة في الصندوق طبقا لمجموعة من الضوابط والمعايير الشرعية والفنية في مجالي الإستثمار المباشر وغير المباشر، وهذا وفقا لصيغ الإستثمار الإسلامية كالمساهمات في أوراق مالية والمضاربة، المشاركة، المrabحة، السلم، الإستصناع والإجارة وأي صيغة استثمارية مستحدثة تتفق وأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

- يعطي الصندوق للمشاركين فيه حق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الإستمرار لمدة مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وذلك يستلزم إعادة تقييم* الوحدات الإستثمارية على فترات دورية حتى يسهل تخارج من يرغب من المشاركين.

- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق من مؤسسين، مشاركين، مسوقين وأمناء استثمار، والإدارة، ويحكم هذه الأطراف مجموعة من العقود الشرعية والقانونية.

- توزع عوائد الصندوق بين الأطراف السابقة وفقا لضوابط وأحكام عقد المضاربة والوكالة والسمسرة.

2. أنواع صناديق الإستثمار

تصنف صناديق الإستثمار الإسلامية إلى عدة أنواع شأنها في ذلك شأن الصناديق التقليدية* حيث يمكن تصنيفها حسب نوع النشاط الذي تستثمر فيه و بحسب طرق تداول وثائقها، وذلك ما نعرضه في مايلي:

1.2. أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية بحسب نوع النشاط الإستثماري

تنقسم صناديق الإستثمار الإسلامية تبعا لنوع النشاط الإستثماري الذي تمارسه إلى:

1.1.2. صناديق الأسهم الإسلامية

صناديق الأسهم هي التي تقوم باستثمار أموالها في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها (الأرباح الرأسمالية)، إضافة إلى الربح الناتج عن عوائد الأسهم المستثمر فيها، وقد ظهرت هذه الصناديق إستجابة لرغبات السلمين الملتزمين الذين يحرصون على الحصول على الدخل الحلال.

ومن المسلم به أنه إذا كان مجال عمل الشركة غير جائز شرعا (مثل البنوك الربوية، شركات بيع الخمر...) فهو غير جائز كذلك في معاملات الصناديق الإستثمارية الإسلامية، لأن ذلك يعني إدخال صاحب السهم في عمل محظور شرعا، أما الشركات التي يكون أصل نشاطها مباحا إلا أنها تمارس بعض الأعمال والأنشطة التي لا تجوز كالإقراض بالفائدة أو إيداع فائض السيولة في البنوك الربوية، فقد اختلف الفقهاء المعاصرون في هذا النوع من الشركات، فهناك من قال بعدم جواز الإستثمار في لأسهمها، ورأي آخر يرى بأنه لا بأس من الإستثمار في أسهمها مع

- ضرورة تقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ريع، وقد أسست صناديق الأسهم الإسلامية على الرأي الثاني، وعندئذ يقوم عمل الصندوق على مجموعة من المبادئ هي:
- إختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحا.
- يقوم المدير بحساب ما دخل على الشركات التي يتضمن الصندوق أسهمها من إيرادات محرمة ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- تقيد المدير بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم، والتقيد أيضا بشروط الصرف في حالة النقود.
- أن لا يمارس مدير الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم، أو الخيارات المالية، أو الأسهم الممتازة.

2.1.2. صناديق السلع

يتمثل النشاط الأساسي لصناديق السلع في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، وتتجه هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة كالألمنيوم، النحاس، البترول...¹⁰ وفي هذا النوع من الصناديق تستخدم حصيلة الإكتتاب في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذه العملية (البيع) دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل، أو لمربحة، أو السلم، وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.

ولصناديق الإستثمار في السلع ضوابط يجب توفرها حتى تتوافق هذه الصناديق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتمثل هذه الضوابط في:

- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة (المعدنين).
- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلا ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع، كما يجب أن تكون السلعة تحت تصرف البائع قبل أن يبيعها، وأن يكون البيع جائز شرعا، والبيع المقدم غير مسموح به إلا في حالة السلم والإستصناع.
- أن يحدد سعر السلعة لكلا الطرفين، فإذا لم يتم تحديد السعر أو ترك لأي حدث غير محدد، اعتبر البيع غير جائز.

ولصناديق السلع نوعان:"

أولاً: صناديق المربحة

تقوم هذه الصناديق بالتمويل بالأجل بطريقة المربحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة ما (الحديد مثلاً) بالنقد، ثم يبيعها لطرف ثالث (غير الطرف الذي اشتراها منه) لأجل، -على أن يقوم بدراسة مركزه الإئتماني قبل بيعه هذه

السلع لأجل-، ويكون الأجل قصيرا، يتراوح في الغالب بين شهر وستة أشهر، وتستفيد من عمليات التمويل الشركات التي تتعامل في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على البترول الخام، وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه.

ثانيا: صناديق السلم

يمكن توليد الربح من بيع السلم في صناديق الإستثمار عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح، الشعير، الزيوت أو النفط... تسلم إلى الصندوق بعد 90 يوما مثلا، غير أن الصندوق لا يرغب حتما في تسلم السلعة، فيقوم بعقد سلم مواز، فيصبح مسلما إليه، وذلك بأن يبيع سلما كمية ماثلة من السلعة التي أسلم فيها بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة، لطرف ثالث بثمن مؤجل يزيد عن الثمن الذي اشترى به في السلم الأول، ويحقق بذلك ربحا من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسواق ومن الزيادة لأجل الأجل، ثم تتم تسوية الصفقتين دون ربط بينهما عن طريق التوافق في الكميات والأوصاف والمواعيد، وهذا ما يعرف بالسلم الموازي، ولا خلاف بين الفقهاء في جوازه.

أما الأستاذ الدكتور صفية أحمد أبو بكر فيضيف نوعا ثالثا من صناديق السلع هو¹²:

ثالثا: صناديق الإستصناع

حيث يتعامل الصندوق بصيغة الإستصناع من خلال أسلوبيين:

- باعتباره مستصنعا: فيمكن للصندوق في تعامله مع عملائه أن يكون طالبا لمنتجات صناعية ذات مواصفات محددة، فيقوم بالتعاقد مع شركات ومؤسسات صناعية وحرفية من أجل شراء تلك السلع والمنتجات التي يتم تسليمها في موعد مستقبلي محدد، فالصندوق في هذه الحالة هو المشتري المستصنع، وهو يمارس بهذه الصيغة تمويل عملائه بصفتهم جهات صانعة يوفر لهم الموارد المالية اللازمة عن طريق شرائه منتجاتهم.

- باعتباره صانعا: يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه من الأفراد والشركات أن يلعب دور الصانع في عقد الإستصناع، وذلك في حالة توجه هؤلاء العملاء للبنك (صاحب الصندوق) لشراء منتجات صناعية ذات مواصفات محددة، وبثمن مؤجل لعدم قدرتهم على توفير الأموال اللازمة فورا، وهنا يقوم الصندوق بتمويل عملائه بصفتهم مستصنعين، وهو الصانع.

3.1.2. صناديق الإجارة (التأجير)

يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق لأصول كالمعدات، السيارات، الطائرات، الشاحنات وأحيانا العقارات، ثم تأجيرها والإستفادة من الإيرادات الإيجارية، أو التعامل مع هذه الأصول كالبيع التأجيري المنتهي بالتملك، وتختلف الصناديق باختلاف عقود إيجار أصول الصندوق، فمنها ما يقوم على عقد الإيجار المعتاد، وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة تغير (إنخفاض) ثمن الأصول عند انتهاء العقود، ومنها ما يكون على شكل إيجار منتهي بالتملك، وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات الإيجارية كامل قيمة الأصل¹³.

- فهذه الصناديق تصدر صكوكا وتطرحها للإكتتاب ليتم استخدام حصيلة الإكتتاب في شراء الأصول المراد تأجيرها، وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتحدد أسعارها على أساس قوى العرض والطلب، ويجب أن تتماشى عقود الإجارة التي يضمها صندوق الإستثمار الإسلامي مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن هذه الأحكام ما يلي¹⁴:
- يجب أن تكون الأصول المؤجرة لها حق الإنتفاع، وأن الإيجار يبدأ من حين بدء الإنتفاع.
 - يجب أن يتفق استخدام هذه الأصول المؤجرة مع الأحكام الشرعية، إذ لا يجوز استخدامها في غراض تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
 - يجب تحديد قسط الإيجار لكل الأطراف قبل بداية العقد، بحيث ينص العقد على الأجرة بطريقة نافذة للجهاالة طوال مدة العقد.
 - يلتزم المؤجر بكل الإلتزامات المترتبة على ملكيته للأصل المؤجر.
 - يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكف أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاء رقبته وتوليده للمنافع طوال مدة العقد.
 - يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر، بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المتعاقد عليها انفسخ العقد، ولا يجوز إلزام المستأجر بدفع الأجرة على أية حال يكون عليها الأصل.

4.1.2 صندوق رأس المال "المأمون"

تقوم فكرة صندوق المأمون على الإستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يرغبون في الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية، إذ من المعلوم أن الأرباح العالية تحصل في ظل مخاطر مرتفعة، لأن الرياح ما هو إلا مكافأة عن الخطر¹⁵.

2.2. أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية بحسب طرق تداول وثائقها (أو بحسب هيكل رأس المال)

تنقسم صناديق الإستثمار الإسلامية وفقا لهيكل رأس مالها - كغيرها من الصناديق التقليدية - إلى صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة¹⁶:

1.2.2. صناديق الإستثمار الإسلامية المغلقة

هي الصناديق التي يكون فيها عدد الوثائق التي تصدرها محدد وثابت ولا يتغير، كما أن غرضها ومدتها محددين في نشرة الإكتتاب، وبالتالي تكون هذه الصناديق مغلقة على أعضائها الأصليين ولا تقبل أعضاء جدد، حيث يقفل الإشتراك فيها بانتهاء عملية الإكتتاب (أي نفاذ الصكوك).

ولا تتعهد إدارة هذا النوع من الصناديق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في الإنسحاب من الصندوق، بل السبيل الوحيد أمامه هو بيعها في السوق الثانوية لتلك الصكوك (سواء في البورصة كسوق منظم، أو في السوق الثانوية غير المنظمة)، وقد يتخصص

نشاط هذه الصناديق في الإستثمار في قطاع معين أو في دولة معينة، أو منطقة أو إقليم محدد، بحسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله، لذلك تختلف آجال هذه الصناديق تبعاً لتحقيقها لأهدافها، فنجد منها ما يكون قصير الأجل، ومنها المتوسط والطويل الأجل.

2.2.2. صناديق الإستثمار الإسلامية المفتوحة

هذه الصناديق لا تتحدد لها مدة زمنية، ولا يتحدد فيها مقدار رأس المال، أي لا يتحدد عدد الوثائق المصدرة منها، بل يمكن للمستثمرين الدخول والخروج منها وفق ما هو مذكور في نشرة الإكتتاب، فيزيد رأس مال الصندوق ببيع المزيد من وثائقه، وينقص بقيمة ما يسترده المستثمرون من وثائقهم، فهذه الصناديق تقبل أعضاء جدد، كما تتعهد إدارتها بإعادة شراء الصكوك المباعة التي يرغب ملاكها في التخلص منها كلياً أو جزئياً وفق إجراءات محددة في نشرة الإكتتاب، لذلك فإنها تحرص دائماً على توفير نسبة ملائمة من السيولة لمواجهة ذلك، وهذه الميزة جعلت هذا النوع من الصناديق هو الأكثر جاذبية للمستثمرين.

3. ضوابط استثمار صناديق الإستثمار الإسلامية ومراحل تأسيسها

1.3. ضوابط استثمار صناديق الإستثمار الإسلامية

لقد وضعت مؤسسة النقد العربي بنوداً وقواعداً لتنظيم الإستثمار في الصناديق تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وتتمثل تلك البنود والقواعد فيما يلي¹⁷:

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

2.3. مراحل تأسيس صناديق الإستثمار

تمر عملية إنشاء صندوق استثمار إسلامي بالمراحل التالية¹⁸:

- تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق الإستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة، أو نشاط معين، وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للإستثمار فيها، وقد يكون هذا النشاط أو المشروع هو الإستثمار في أسهم الشركات، أو في العقارات، أو في قطاع تجاري، أو في بلد معين، أو غير ذلك من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.
- ثم تقوم تلك المؤسسة المالية بإعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الإكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديداً لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الإستثمارية، ودرجة مخاطر الإستثمار، كما تبين حقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه، وكل ما يتعلق بكيفية الإكتتاب

وشروطه، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الإسترداد ومواعيدها، ومختلف العلاقات المترتبة عن إنشاء الصندوق، وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، والشروط والطريقة التي تتم بها تصفية الصندوق.

- طلب الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق، وذلك عن طريق تقديم ملف يتضمن الطلب والمعلومات والمستندات المطلوبة، والتي من أهمها:

* نسخة من نظام الصندوق الذي يكون التعاقد بين الجهة المصدرة والمستثمرين.

* نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستوزع على جمهور المستثمرين.

* البيانات المتعلقة بمدير الصندوق، وأية اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة

بالصندوق، خاصة الأمين على الصندوق، متعهد تغطية الإكتتاب، متعهد إعادة شراء وثائق (صكوك) الصندوق، الموزعون، ومدير أو مستشار الإستثمار والمحاسب القانوني.

* بيان الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها جهة الإصدار ومختلف الأطراف

الأخرى.

- بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع مختلف الأطراف التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصندوق، يتم تقسيم رأسمال الصندوق إلى صكوك مضاربة (أو وحدات)، أو حصص أو أسهم مشاركة ذات قيمة إسمية متساوية، وطرحها للجمهور للإكتتاب فيها، وبالإكتتاب فيها تتم المشاركة في ملكية حصة من رأسمال الصندوق بنسبة الحصص التي يمتلكها كل مشارك في رأس المال، وعادة ما تصدر هذه الصكوك إسمية وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بمختلف الطرق المشروعة كالبيع والهبة والرهن وغيرها.

- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق لأموال الإكتتاب وتجميعها تباشر عملية استثمارها في مختلف المجالات المحددة في نشرة الإصدار، وعند تحقق أرباح يتم توزيعها على حملة الصكوك بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما تقوم بتصفية الصندوق في التاريخ المحدد لذلك.

4. الأطراف المكونة لصندوق الإستثمار والعلاقات التعاقدية بينها

1.4. الأطراف المكونة لصندوق الإستثمار

تتكون صناديق الإستثمار من ثلاثة أطراف أساسية:

1.1.4. الجهة المنشئة للصندوق

وتسمى أيضا بجهة الإصدار، أو المؤسس، أو شركة الإدارة أو مدير الصندوق، وعادة

ما تكون بنكا، وتشترط مختلف القوانين توافر مجموعة من الشروط في هذه الجهة، سواء من حيث تحديد الشكل القانوني لشركة الإدارة، أو الحد الأدنى لرأسها، أو الخبرة المطلوبة، أو دفع تأمين نقدي لجهة الإشراف، وغيرها من الشروط التي تهدف إلى حماية المستثمرين وتحقيق استمرار واستقرار أموال الصناديق المنشأة والمدارة من قبلها.

وتتولى هذه الجهة استصدار التراخيص اللازمة لمزاولة الصندوق لنشاطه، وكذا إعداد نشرة الإكتتاب واعتمادها من الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية، ثم تلقي الإكتتاب من الجمهور في الصندوق.²⁰

فمؤسس الصندوق يقوم بدور الوسيط بين أصحاب الأموال وبين الشركات الصناعية والتجارية، وقد ينتهي دوره بمجرد تأسيس الصندوق، كما قد يتولى في بعض الأحيان إدارة الصندوق باعتباره مديرا للإستثمار.²¹

2.1.4. مدير الإستثمار

وهي الجهة التي يعهد إليها البنك بإدارة نشاط الصندوق، ويجب أن تكون هذه الجهة مستقلة عن البنك وذات خبرة في إدارة صناديق الإستثمار.

فنظرا لتعدد وتنوع مجالات وسياسات الإستثمار، حيث تركز بعض الجهات (الصناديق) على الإستثمار في مجال معين، مثل العقارات، الأسهم، عمليات التأجير، أو الإستثمار في قطاع معين، أو منطقة جغرافية محددة، أو في مجال تجاري أو صناعي معين... إلخ، لذلك فقد تحتاج إلى جهة متخصصة تعهد إليها إدارة جزء من الأموال في الغرض المرخص لها به، ويتم ذلك بموجب تعاقد يتم بين جهة الإصدار ومدير الإستثمار²²، يقوم بموجبه مدير الإستثمار بإدارة أموال الصندوق، والبحث عن أفضل مجالات الإستثمار، وله أن يتخذ كافة القرارات الإدارية والإستراتيجية المتعلقة بالصندوق، كما يتولى تقييم وتسعير وثائق (صكوك) الصندوق وإبلاغ المستثمرين بمراكزهم المالية بصورة دورية، ويتقاضى المدير أتعابا نظير قيامه بهذه الأعمال.²³

3.1.4. المستثمرون

وهم الذين يقدمون أموالهم إلى الصندوق -عن طريق شراء حصص في رأسماله- ويخضعون لنظامه، ويشاركون في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح وخسائر كل بنسبة ما يملكه من حصص في رأسمال الصندوق.

بالإضافة إلى هذه الأطراف الأساسية الثلاثة المكونة لصناديق الإستثمار يمكن أن توجد أطراف أخرى لها علاقة بالصندوق، وهي:

4.1.4. أمين الإستثمار²⁴

بعد انتهاء جهة الإصدار من إعداد الصندوق وحصولها على الترخيص من جهة الإشراف، وقبل البدء بطرح الصندوق على الجمهور، تشترط بعض القوانين (مثل الكويت) ضرورة وجود أمين للصندوق تعيينه جهة الإصدار.

هذا وتشترط بعض القوانين (مثل القانون الكويتي) أن يكون الأمين مؤسسة مالية مقيدة ومعتمدة لدى جهة الإشراف، كما تنص القوانين على ضرورة استقلالية أمين الصندوق عن مدير الإستثمار للفصل بين وظيفة الإدارة ووظيفة الحفظ، ولضمان قيام كل منهما بمهامه تحت

رقابة الآخر، كما تسمح قوانين أخرى إذا كان مدير الإستثمار أو جهة الإصدار بنكا أن تتولى وظيفتي الإدارة والحفظ معا في آن واحد.

أما بالنسبة لمهام أمين الصندوق فتختلف قوانين الدول، غير أنه غالبا ما تتمثل مهامه في:
- حفظ موجودات الصندوق: وهي وظيفته الرئيسية، حيث يحتفظ لديه بالأموال النقدية والأوراق المالية.

- الإدارة المادية لموجودات الصندوق: فيتلقى مبالغ الإكتتاب في وحدات الصندوق، ويحصل العوائد والإيرادات وأي مستحقات لصالح الصندوق، كما يدفع قيمة الصكوك المستردة وأي مستحقات لأطراف أخرى نيابة عن الصندوق إلى غير ذلك من المهام التي يقوم بها تنفيذا لأوامر وتعليمات مدير الإستثمار أو المستشار المفوض بذلك.

- الرقابة على أعمال مدير الإستثمار: يتمتع الأمين في بعض القوانين بسلطة الرقابة على أعمال مدير الإستثمار، كما يتمتع أحيانا بسلطة الرقابة على المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون من شركة الإدارة، مثل التقارير السنوية، ومراقبة بيانات الأسعار الدورية لصكوك الصندوق، ونتيجة لذلك تنص القوانين واللوائح على عدم السماح للأمين بتسريب أي مستندات أو إفشاء أي معلومات متعلقة بنشاط الصندوق إلى الغير، عدا جهة الإشراف ومدقق الحسابات وهيئة الرقابة الشرعية، فضلا عن إشعار جهة الإدارة بأي مخالفة يلاحظها.

5.1.4. مستشار الإستثمار²⁵

إضافة إلى تعيين جهة الإصدار لمدير الإستثمار قد تلجأ أحيانا إلى تعيين مستشار استثمار (وهو مؤسسة أو هيئة مالية متخصصة في مجال الإستثمار والتحليل المالي)، وينحصر دوره في تقديم المشورة الإستثمارية فيما يخص المشاريع الإستثمارية وإدارة الأصول التي يستثمر فيها الصندوق، ورسم السياسات والإستراتيجيات المرتبطة بالمنتجات المالية والمحافظة الإستثمارية، دون مشاركته الفعلية في التنفيذ.

وغالبا ما تخضع الإتفاقيات المبرمة بين جهة الإصدار ومدير الإستثمار ومستشار الإستثمار إلى المراجعة، وضرورة اعتمادها من طرف جهة الإشراف قبل توقيعها والشروع في تنفيذها، ويقوم كل من مدير ومستشار الإستثمار بتقديم خدماتها مقابل أتعاب محددة في الإتفاقية وتختلف التطبيقات في كيفية دفع هذه الأتعاب، فنجد بعض الصناديق تنص على أن تلك الأتعاب تدفعها الإدارة ولا يتحملها الصندوق، عكس صناديق أخرى والتي تحسب هذه الأتعاب من ضمن مصروفات الصندوق، وعادة ما تكون هذه الأتعاب عبارة عن نسبة من صافي الأصول المستثمرة.

6.1.4. الموزعون أو وكلاء الطرح

لكي توسع الجهة المصدرة للصندوق من دائرة تداول الوحدات الإستثمارية، فهي لا تعتمد على وسائلها وإمكاناتها فحسب، بل تستعين ببعض المؤسسات المالية لتساهم معها في

تسويق تلك الوحدات، مما يؤدي إلى إبراز ورقة مالية إسلامية فيها إمكانية السيولة، بالإضافة إلى الربح والأمان.

لذلك تتعاقد جهة الإصدار مع بعض الموزعين أو وكلاء الدفع لتتولى بدورها البحث عن الراغبين في استثمار أموالهم في الصكوك المطروحة، من خلال عدة مهام تقوم بها في هذا المجال بصفتها وكيلة عن جهة الإصدار، ومن هذه المهام:

- عرض التفاصيل الخاصة بكل إصدار جديد على جمهور المستثمرين، ومحاولة استقطابهم للإكتتاب فيه.

- الإجابة عن استفسارات العملاء، وبيان طبيعة الأوراق المالية وأسسها الشرعية، وكذا مميزات الصناديق المطروحة وخصائصها الفنية.

- تيسير إجراءات الاستثمار في الأوراق المالية سواء أثناء فترة الإكتتاب أو بعدها، ومساعدة المستثمرين في ذلك حتى يستلموا شهاداتهم الاستثمارية (الصكوك).

- ضبط حركة الإكتتابات والإستردادات التي تتم عن طريقهم، ومسك الدفاتر والمستندات اللازمة لذلك بالتنسيق مع الإدارات المختصة لدى جهة الإصدار.

ويحصل هؤلاء الموزعون أو الوكلاء على عمولة سنوية متفق عليها هي أجر الوكالة، وعادة ما تقدر بنسبة من صافي قيمة الأسهم، وهي تحمل على الصندوق باعتبارها من المصاريف المتعلقة بالإصدار، شريطة أن ينص على ذلك في نشرة الإصدار، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على جهة الإصدار باعتبارها مضاربا.

2.4. العلاقات التعاقدية بين أطراف صندوق الإستثمار

1.2.4. علاقة المستثمرين فيما بينهم

يحصل المساهمون في الصندوق مقابل اكتتابهم فيه على أوراق مالية (وحدات الصندوق) متساوية القيمة، تمثل هذه الأوراق حصص المساهمين في الصندوق، وعليه فالعلاقة بين أصحاب هذه الأموال هي علاقة مشاركة، وتعتبر شركتهم شركة أموال²⁶.

2.2.4. علاقة الصندوق بالمستثمرين

من الناحية الفقهية يمكن إنشاء وإدارة صناديق الإستثمار على أساس عقد المضاربة أو عقد الوكالة، لكن في التطبيق العملي نجد أن معظم صناديق الإستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تدار على أساس عقد المضاربة، ولم تطبق الوكالة إلا في حالات نادرة، وعليه فإن تكييف العلاقة بين جهة إصدار الصندوق والمستثمرين فيه هي علاقة مضارب بأرباب المالوهي علاقة قائمة أساسا على عقد المضاربة، حيث تمثل الجهة المصدرة المضارب، والمكتتبون في رأسمال الصندوق يمثلون مجموعهم رب المال، وتندرج هذه الصيغة تحت إحدى صور المضاربة وهي المضاربة التي يتعدد فيها أرباب المال وتنفرد جهة ما بتقديم العمل، كما تندرج هذه الصيغة أيضا تحت المضاربة المقيدة التي يلتزم فيها المضارب بجميع القيود والشروط التي يضعها المضارب نفسه

في نشرة الإصدار، وليس لرب المال سوى قبولها أو رفضها والبحث عن صناديق أخرى منافسة²⁷.

ويمكن أيضا فهم العلاقة بين جهة الإصدار والمستثمرين المساهمين في رأسمال الصندوق من خلال ما تقوم به جهة الإصدار، إذ يمكن للمصرف المنشئ للصندوق الإستثمار أن يساهم في رأس المال، وبذلك تصبح العلاقة بينه وبين سائر المساهمين علاقة مشاركة (شركة أموال)، وقد يتقاضى عمولة مقابل ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية، وهذه العمولة مشروعة، وتعتبر في هذه الحالة أجرة للمصرف²⁸.

إن قيام المضارب (المصرف المنشئ) بتقديم جزء من رأسمال المضاربة (الصندوق) أو قيامه بإعادة شراء صكوك المضاربة من المكتنين إذا ما رغبوا في التخلص منها - كما هو الحال في حالة الصناديق المفتوحة - ويمكن أيضا أن يجعل المضارب شريكا في رأس المال بقدر مساهمته فيه وبقدر الصكوك التي يمتلكها، حيث تجمع هذه الصورة بين الشركة والمضاربة، ويستحق المضارب نصيبا من الأرباح المحددة له بصفته مضاربا، فقد أجاز الفقهاء أن يقدم المضارب جزءا من رأسمال المضاربة إذا وافق رب المال على ذلك، وعليه فيجب أن تنص الجهة المصدرة في نشرة الإكتتاب على حقها في ذلك²⁹.

3.2.4. العلاقة بين المدير والصندوق

تصدر صناديق الإستثمار مقابل رأسمال الصناديق صكوك إستثمار، وتكون هذه الصكوك على نوعين³⁰:

- صكوك إجارة: تمثل حصة البنك في رأسمال الصندوق، وتحوّل للبنك حق التصرف والإدارة واتخاذ القرارات وما إلى ذلك.

- صكوك مضاربة: وتمثل حصة المستثمرين في رأسمال الصندوق، ولا يكون لأصحابها حق التدخل في إدارة الصندوق.

فالبنك المنشئ باعتباره حاملا لصكوك الإدارة هو الذي يوقع عقد إدارة مع أحد الأفراد أو المؤسسات المتخصصة في مجال نشاط الصندوق، وعليه فلا يرتبط مدير الصندوق بعلاقة مباشرة مع المستثمرين فيه، إذ أن علاقته محصورة مع الصندوق (البنك)، وهو أجير للصندوق يحصل على أجرة معلومة لقاء الإدارة³¹، حيث يتحمل الصندوق (حملة الصكوك بالكامل بما فيهم البنك) أتعاب مدير الإستثمار، كما يتحمل النفقات التي يدفعها المدير كأتعاب المحامين ومراقبي الحسابات وغيرها من النفقات المرتبطة بنشاط الصندوق³².

4.2.4. العلاقة بين الصندوق والأمين

لكل صندوق من الصناديق الإستثمارية - خاصة في حالة صناديق الأسهم - أمينا (وديعا) يحفظ وثائقه ويدير أمواله ويباشر عمليات البيع والشراء فيه، وتودع لديه الفوائض من الأموال والسيولة التي تتحقق من العمليات، وغالبا ما يكون الأمين أحد المصارف الكبيرة

المتخصصة في هذا المجال، وقد يربطه بالصندوق حساب جاري مدين في الحالات التي يحتاج فيها إلى سيولة قصيرة الأجل.³³

5. الأهمية الاقتصادية لصناديق الإستثمار الإسلامية
يترتب عن إنشاء صناديق الإستثمار العديد من المزايا - كما أشرنا سابقا في أول تعريف لصناديق الإستثمار - سواء بالنسبة للمستثمرين فيها، أو للمصارف والجهات المؤسسة لها، أو للسوق المالي (سوق الأوراق المالية خاصة)، وللإقتصاد القومي ككل، وذلك سواء أكانت هذه الصناديق صناديق استثمار تقليدية أم صناديق استثمار إسلامية، وسنبين فيما يلي مزايا هذه الصناديق بشكل عام، ثم المزايا التي تنفرد بها صناديق الإستثمار الإسلامية بوجه خاص.

1.5. مزايا صناديق الإستثمار عامة:

1.1.5. المزايا بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

لقد انتشرت صناديق الإستثمار، ولعل من بين أهم أسباب انتشارها هو قدرتها ونجاحها في مواجهة أكبر التهديدات والتحديات التي تواجه عموم المستثمرين، وبالضبط التحدي المتمثل في رغبة هؤلاء المستثمرين في تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى أقل من المخاطرة.

فالمستثمرين المستهدفين لصناديق الإستثمار - بشكل أساسي - هم الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، أو تتوفر لهم الموارد المالية ولكن تنقصهم الخبرة والدراية، أو من ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ.

فصناديق الإستثمار تتوافر على ثلاث عناصر أساسية هي*: تحقيق التنوع (*Diversification*)، إمكانية الإدارة الكفأة (*Expertise management*)، وإمكانية تسييل الوثائق أو الصكوك (*Liquidity*)، وعليه فصناديق الإستثمار تحقق للمستثمرين الأفراد عدة مزايا من أهمها³⁴:

- الإستفادة من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق، لأن صناديق الإستثمار يتولى إدارتها خبراء ذوو كفاءة عالية، لهم معرفة كاملة بأحوال السوق، مما يعني قدرتهم على اختيار وانتقاء الأوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحا دوريا بجانب الربح الرأسمالي، إضافة إلى ذلك قيامهم بالمتابعة المستمرة للمحفظة لتحديد درجة مخاطرها.

- الإستفادة من عنصر الأمان وانخفاض مستوى المخاطرة، وبالتالي المحافظة على رأس المال، إذ أن المستثمر في الصندوق يملك حصة شائعة في المحفظة التي يتعامل بها الصندوق بأكملها (أوراق مالية، أو استثمارات حقيقة أخرى)، وليس له أن يدعي ملكية أصول محددة من المحفظة، وبالتالي يتوازن احتمال الكسب والخسارة من خلال المحفظة في مجموعها، بحيث إذا نتجت خسارة عن الإستثمار في أوراق مالية معينة أو في مشروع معين، فإنه يتم تغطيتها بالأرباح المحققة من الإستثمار في أوراق مالية أو في مشاريع أخرى.

- الإستفادة من المرونة والمواءمة في صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، التي تعطي للمستثمر الحق في الإنتقال باستثماراته من صندوق لآخر، مقابل رسوم ضئيلة، إضافة إلى استعداد تلك الصناديق في أي وقت وثائقها (صكوكها) إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً، ودفعة واحدة أو على دفعات دورية منتظمة، كما يمكن للمستثمر أن يبقى رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد، وعليه توفر صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الإستثمارية من وقت لآخر.

- تحقق صناديق الإستثمار ربها للمستثمر يتمثل في العائد على استثماراته في الصندوق، إضافة إلى إمكانية تحقيقه ربح رأسمالي ناتج عن ارتفاع القيمة السوقية لصكوك الصندوق عن قيمتها الإسمية.

- إتاحة الفرصة لصغار المدخرين وتمكينهم من استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية، حيث فتحت صناديق الإستثمار السبل أمام صغار المدخرين لاستثمار أموالهم في أسواق المال، وكان هؤلاء قد حرموا لزمناً طويلاً من التعامل في سوق الأوراق المالية التي كانت حكراً على كبار المدخرين.

- الإستفادة من سيولة الإستثمار، حيث أن النظام الأساسي لصناديق الإستثمار يتيح للمستثمرين فيها استرداد أموالهم قبل نهاية مدة وثيقة الإستثمار من الصندوق مباشرة (في حالة الصناديق المفتوحة)، أو من خلال بورصة الأوراق المالية (في حالة الصناديق المغلقة)، حيث تعتبر السيولة أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المستثمرين.

- التركيز والتنوع: فتنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الإستثمار بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة صكوكها، وهذا يعتبر من أهم مزايا صناديق الإستثمار، حيث تؤدي عملية التنوع إلى قدر كبير من الإستقرار في العائد والحماية لرأس المال، إذ ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تجعله يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة، ومن جهة أخرى فالبعض من المستثمرين لا يرغب في التنوع وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال واحد، فيتحقق لهم ذلك بوجود صناديق تستثمر في قطاع أو نشاط واحد كالمعادن مثلاً.

- الإقتراض (الرافعة): من الميزات التي تستفيد منها الصناديق الإستثمارية ولا تتوفر لصغار المدخرين هي إمكانية إقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الإستثمار وهذا ما يعرف بالرافعة، حيث يمكن لصندوق الإستثمار للأسهم مثلاً أن يقرض بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهماً جديدة.

ومعلوم أن مثل هذا الإجراء لا يجوز شرعا، وبالتالي لا يمكن للصناديق الإسلامية أن تعتمد عليه إلا إذا قامت بتصميم بديل مقبول من الناحية الشرعية يحقق هذا الغرض في دائرة المباح شرعا.

بالإضافة إلى هذه الميزات يمكن ذكر ميزات أخرى منها³⁵:

- تتميز وثائق استثمار الصناديق بشفافية عالية، والإفصاح عن أرائها، حيث يتم تقييم الوثائق دوريا (أسبوعيا، يوميا...) والإعلان عن سعر الوثيقة من خلال التقييم لصافي أصول الصندوق وهذا ما يتيح للمستثمر التعرف الدائم والمستمر على عائد استثماره، واتخاذ قرار الإستثمار أو التسييل أو زيادة الإستثمار في وحدات (صكوك) الصندوق.

- تساعد صناديق الإستثمار المستثمر على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه، فله أن يختار صندوقا هدفه النمو التراكمي أو صندوقا هدفه توزيع عائد دوري (صندوق الدخل) أو يختار صندوقا وسطا يستهدف النمو التراكمي مع توزيع عائد لما يبلغ الربح الرأسمالي للصك حد معين.

- خضوع هذه الصناديق لرقابة مستمرة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية لتصويب أي أخطاء تحدث من قبل الصناديق في أسرع وقت ممكن، وفي ذلك حماية للمستثمرين.

2.1.5. المزايا بالنسبة للجهاز المصرفي

- تقدم صناديق الإستثمار مجموعة من المزايا للجهاز المصرفي نوجزها في مايلي³⁶:
- تدوير محافظة الأوراق المالية داخل البنوك بعبا وشراء، بدلا من الإحتفاظ بها دون حراك، وذلك من خلال بيع جزء منها لصناديق الإستثمار، مما يتيح فرصا كبيرة لتحقيق أرباحا رأسمالية تنتج عن فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الإستثمار.

- توظيف فائض السيولة لدى البنوك في صناديق الإستثمار، وبالتالي حل مشكل فائض السيولة.
- توفير التمويل طويل الأجل للمصارف - خاصة الإسلامية منها - مما يدعم نشاطها الإستثماري طويل الأجل، وبالتالي المساهمة الفعالة في تحقيق أهدافها التنموية.

- تعد صناديق الإستثمار نشاطا جديدا نسبيا ومكملا لخدمات البنوك، مما يعد ترسيخا لمفهوم البنوك الشاملة.

- مساعدة المصارف على مواكبة التغيرات الدولية في تعظيم العمليات خارج الميزانية، عن طريق ما تحصل عليه المصارف من أتعاب وعمولات من خلال المهام التي تؤديها في صناديق الإستثمار.

3.1.5. المزايا بالنسبة لسوق الأوراق المالية وللإقتصاد الوطني

تحقق صناديق الإستثمار التقليدية منها والإسلامية العديد من المزايا لسوق الأوراق المالية وللإقتصاد الوطني ككل، وذلك من خلال³⁷:

- تنشيط وتدويل سوق الأوراق المالية: وذلك بجذبها لصغار المدخرين للإستثمار في الأوراق المالية، إذ أن قيام صناديق الإستثمار باستقبال المدخرات واستثمارها بأسلوب علمي محققة العائد

الآمن والمتزن والمستقر لصغار المدخرين، يؤدي حتما إلى تشجيعهم على ضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه الصناديق دور الوسيط بين المدخرين، كأصحاب فوائض مالية، والشركات الصناعية والتجارية والعقارية التي هي في حاجة لموارد مالية، إذ تمثل هذه الصناديق قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها التمويل اللازم للشركات، مما يزيد من اتجاه هذه الشركات لسوق الأوراق المالية لتمويل أنشطتها عن طريق طرح أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية بدلا من الإقراض من الجهاز المصرفي، مما يساعد على تنشيط، تقوية واتساع تلك السوق، وما ذلك إلا خطوة نحو تدويلها.

وفضلا عن كل ذلك فإن صكوك بعض صناديق الإستثمار (أي الصناديق المغلقة) يتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما ينعكس بالإيجاب على كل الإقتصاد الوطني.

- إن نظام واستقرار سوق الأوراق المالية: إضافة إلى دور صناديق الإستثمار في تنشيط وتوسيع سوق الأوراق المالية، فإنها تساعد كذلك على انتظام واستقرار هذه السوق، وذلك بعدم تعريضها للتقلبات الفجائية التي كثيرا ما تحدث بسبب المضاربات الشديدة على الأوراق المالية، حيث أن صناديق الإستثمار لا تغامر بهذه المضاربات بل تكون محافظ من أجود الأوراق المالية المصدرة من طرف شركات تتمتع بمراكز مالية جيدة، الأمر الذي يساهم في تحقيق التوازن لعمليات هذه السوق.

- دعم التقييم السليم للأوراق المالية: وبالتالي المساهمة الفعالة في تحسين شروط البيع لصالح الإقتصاد الوطني.

- إمتصاص السيولة من المجتمع: وبالتالي خفض معدلات التضخم، فينتج عن ذلك حماية المدخرات الوطنية من التآكل وانخفاض قوتها الشرائية، كما تنتج تلك الحماية من خلال تعظيم الأرباح الناتجة عن مختلف الأنشطة الإستثمارية المتنوعة لهذه الصناديق.

- صناديق الإستثمار وسيلة فعالة لتدعيم عملية الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية خاصة بالنسبة للمشروعات العملاقة، وذلك من خلال استثمارها لأموالها في شراء الأوراق المالية، أو المساهمة في مشاريع حقيقية.

- تنمية الوعي الإستثماري لدى الأفراد: وذلك من خلال ما توفره من سهولة ومرونة في الأنشطة الإستثمارية، وأيضا من خلال تخفيض الحد الأدنى الذي يمكن لصغار المستثمرين استثماره عن طريق هذه الصناديق، فهي بذلك تحد من اكتناز الأموال وتعطيلها عن القيام بدورها في التنمية الاقتصادية من خلال استقطاب المدخرات وإدارتها وتنميتها، ضف إلى ذلك الدور المهم والهام الذي تلعبه صناديق الإستثمار في دفع عجلة الإقتصاد من خلال استثماراتها المتنوعة.

- رفع مستوى الدخل الفردي والوطني، مما يساهم في التنمية الإجتماعية وتحسين المستوى المعيشي وإشاعة الرفاهية بين أفراد المجتمع بما يستتبع ذلك من خلال تقدم إقتصادي وعلمي وتقني.

- حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج، فضلا عن جلب رؤوس الأموال الأجنبية: حيث يعتبر الإستثمار في هذه الصناديق بديلا جيدا لأولئك المدخرين الذين لا يناسبهم الإيداع في البنوك، مما يؤدي إلى جذب واستثمار مدخراتهم في هذه الصناديق ومنعها من التسرب خارج دورة النشاط الإقتصادي الوطني، كما تستقطب صناديق الإستثمار أولئك المدخرين الذين يرغبون في الإستثمار في الأوراق المالية أو أي مشاريع أخرى (تجارية، صناعية، زراعية...) ولكن تنقصهم الخبرة أو المقدرة المالية أو لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لذلك، زيادة على ذلك تساهم صناديق الإستثمار في جلب رؤوس الأموال الأجنبية وتوظيفها، الأمر الذي يساهم في النهوض بالإقتصاديات الوطنية والمحلية.

2.5. مزايا صناديق الإستثمار الإسلامية خاصة

فضلا عن المزايا السابق ذكرها والتي تحققها صناديق الإستثمار، التقليدية منها والإسلامية، تنفرد صناديق الإستثمار الإسلامية بتحقيق مجموعة من المزايا، تتمثل فيما يلي³³:

- تحمل أرباب الأموال لمخاطر العمل الإستثماري مباشرة: فصناديق الإستثمار لاقت قبولا ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الإستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسط المصارف لتحمل هذه المخاطرة، وكان للبنوك الإسلامية الفضل في توطيد هذا الجيل، ذلك لأن نموذج المصرف الإسلامي معتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطورا في الوساطة المالية، فعقد المضاربة الذي اعتمد عليه نشاط المصارف الإسلامية لا يجعل المصرف مقترضا من أرباب الأموال، كما لا يولد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في منزلة مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بشكل أساسي من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل الإستخدامات من حيث العائد والمخاطرة، لكنه لا يتولد من تحمل المصرف للمخاطرة الإئتمانية نيابة عن أصحاب الأموال، فإذا خسرت الإستثمارات خسر أصحاب الحسابات الإستثمارية عكس البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها.

فمن الواضح أن المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة هو نفسه المنطق الذي كان أساس ظهور صناديق الإستثمار ونموها وانتشارها.

- سهولة إنشائها: إذا كان إنشاء مصرف إسلامي في عالم اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد (في حالة عدم وجود القانون) أو إصدار قانون خاص، فإن إنشاء صندوق إستثماري أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي بلد، لأن تلك القوانين أخذت بعين الإعتبار أن الغرض الأساسي من هذه الصناديق هو تلبية رغبات المستثمرين الذين لا يجدون ضالتهم في البنوك التجارية وشركات الإستثمار.

- رفع بلوى الربا: لما كان من أهدافنا رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية، فبأي وسيلة تحقق هذا الهدف فذلك أمر حسن وإنجاز كبير، وعليه تعد الصناديق الإستثمارية أمراً ذا أهمية في مرحلة التطور التي تمر بها مجتمعاتنا، ولا شك أن البنوك الإسلامية في نمو مستمر وعددها في تزايد، غير أنه لو نظرنا إلى أنظمتنا المصرفية - كمسلمين - لوجدناها تتشكل في معظمها من بنوك ربوية، ولذلك فإن مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية يجب أن يأخذ في الاعتبار أنه ما لم يكن لهذه البنوك الكثيرة التي ترتبط بها مصالح الملايين من المسلمين - دور مباشر بهذا المشروع (الهدف) فرص نجاحه ضئيلة، وأكد أن لصناديق الإستثمار أهمية كبيرة في هذا المجال لأنها تمثل للبنك الربوي أول تذوق للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثمار ليتأكد من حقيقة ادعاء المسلمين بأنهم دائماً يفضلون الحلال عن الحرام، ويتعرف بذلك على طبيعة المعاملات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما قد يدفعه إلى الإتجاه نحو العمل المصرفي الإسلامي.

- فصل أموال البنك عن أموال الصندوق وعدم الخلط بينها: مما يميز صناديق الإستثمار في النظام الإقتصادي الإسلامي هو أن الخلط الذي يتخوف منه الكثير من المستثمرين لا يقع فيها، لأن هذه الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة كلية عن البنك، والقوانين تمنع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق بالرغم من أنه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها ولحجمها، وهي بخلاف النوافذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين إطار جديد من الموظفين.

- أداة لتحقيق التكافل الإقتصادي بين المسلمين: فصناديق الإستثمار مهمة للمسلمين في الوقت الحاضر ، إذ يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الإقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك، وجزءاً من برنامج لتوظيف دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلدان المسلمين ، وخير دليل على ذلك أنه من بين 50 صندوقاً استثمارياً تسوقها البنوك في المملكة العربية السعودية مثلاً نجد أكبرها حجماً وأكثرها ربحاً هي الصناديق الإسلامية³⁹.

الخاتمة:

يبدو أن الحاجة أصبحت ملحة اليوم أكثر من أي وقت مضى لصناديق الإستثمار الإسلامية، خاصة في الدول النامية والإسلامية، فقد أصبحت هذه الصناديق في الوقت الحاضر مهمة للمسلمين، إذ تعد أهم صيغ تعبئة المدخرات في تلك الدول، حيث تحقق العديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل السوق المالي والإقتصاد الوطني ككل.

وبعد إتمامنا لهذه الدراسة البسيطة خلصنا إلى مجموعة من النتائج نعرضها في ما يلي:

- تتعدد وتنوع صناديق الإستثمار الإسلامية بين صناديق الأسهم، صناديق إجارة، صناديق رأس المال المأمون وصناديق السلع، هذه الأخيرة بدورها تنقسم إلى صناديق مربحة، صناديق سلم، صناديق استصناع.

- وجود صناديق الإستثمار الإسلامية وتشجيعها بات اليوم أمرا ملحا، ومما يدل ويدعم ذلك هو تزايد عددها واتساع انتشارها على الساحة الاقتصادية، واكتسابها أهمية كبيرة على المستويين المحلي والعالمي، وما ذلك إلا نتيجة لتزايد الطلب عليها خاصة من قبل الشريحة الأوسع من المدخرين وهم المدخرين العاديين الذين لا يتوافر لديهم المال والمهارة والوقت والمعلومات اللازمة لإدارة استثماراتهم بأنفسهم.

- تلعب صناديق الإستثمار الإسلامية دورا مهما في القيام باستثمارات حقيقية ومباشرة، وما ينتج عن ذلك من زيادة صافية في الأصول الإنتاجية من جهة، وتوظيف المدخرات في أسواق المال وفي مختلف المشاريع من جهة ثانية.

- من بين ما تحققه صناديق الإستثمار الإسلامية من مزايا، هو مساهمتها وبشكل فعال في توسيع وتنشيط سوق المال، عن طريق تحفيز وجذب مستثمرين جدد، وزيادة رؤوس الأموال المتداولة في تلك السوق ومنع تسربها خارج دورة النشاط الاقتصادي الوطني، وكل ذلك يصب في مصلحة وأهداف التنمية الاقتصادية.

أما التوصيات التي أود تقديمها فهي:

- أوصي نفسي وجميع المسلمين الذين تتوفر لديهم فوائض مالية غير قادرين على توظيفها وإدارتها أن لا يتركوها عاطلة فيحرموا هم من ربحها ويحرموا غيرهم من نفعها، بل عليهم أن يعهدوا بها إلى صناديق استثمار إسلامية ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية تتولى عملية استثمار تلك المدخرات وتنميتها، ففي ذلك خير كبير لهم في الدنيا والآخرة.

- أوصي بضرورة إيجاد آليات وهيئات رقابة شرعية تشرف على أعمال صناديق الإستثمار الإسلامية، حتى تضمن سلامة والتزام هذه الصناديق بأحكام الشريعة الإسلامية.

قائمة المراجع:

¹ أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الإستثمار - دراسة وتحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي" - مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 03.

: أشرف محمد دوابة، " دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، دار السلام، القاهرة، ط 1، 2006، ص 170.

* هناك شكلين لمباشرة نشاط صناديق الإستثمار، مثل ما حدده قانون سوق رأس المال في مصر مثلا:

- الشكل الأول: صناديق الإستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الإستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونيا قائما بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به.

- الشكل الثاني: صناديق الإستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين مباشرة ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق وأنشطته واستثماراته مفرزة ومستقلة عن أموال البنك أو شركة التأمين، لكن لا يتمتع الصندوق بعادة في هذه الحالة بالشخصية المعنوية.

³ نزيه عبد المقصود محمد مبروك، "صناديق الإستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007، ص114-117. عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الإستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية (دراسة تطبيقية مقارنة)"، دار النفائس، عمان، 2010، ص74. أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، مرجع سابق، ص06.

⁴ عبد الرحمان ليث سعود، "الصناديق الإستثمارية الإسلامية بين النظرية والتطبيق في ضوء الشريعة الإسلامية - بنك التمويل الآسيوي نموذجا"، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص فقه، كلية العلوم الإسلامية، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2011، ص01. حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتنفيذ الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الإستثمار الإسلامية"، سلسلة أبحاث على موقع الباحث نفسه: www.darelmashora.com

⁵ صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الإستثمار - دراسة وتحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي -، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، أيام 06-08 مارس 2007، ص813.

⁶ براق محمد وآخرون، "أداء صناديق الإستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الإستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للملتقى الدولي الأول "الإقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص09.

^{*} تدار صناديق الإستثمار الإسلامية بإحدى الصيغ الشرعية التالية: المضاربة، المشاركة، الوكالة - وإن كان عقد المضاربة غالبا هو الذي تدار به هذه الصناديق -، وتختلف المشاركة عن المضاربة في كون المدير يساهم في رأس المال الشركة (الصندوق) وحق الشركاء في الإدارة، ويكون مقابل الإدارة فيها حصة من الربح، أما الوكالة فهو مبلغ أو نسبة من الوعاء. لمزيد من التفصيل حول ذلك راجع: عبد الستار أبو غدة، "صناديق الإستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة -"، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، أيام 06-08 مارس 2007، ص576-578.

^{*} تقييم وحدات الصندوق يعني تحديد سعر معلن للإسترداد دوريا، ويكون ذلك بأخذ متوسط أسعار الأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الصندوق يوميا أو دوريا حسب آخر سعر معلن لها في بورصات الأوراق المالية، ويكون هذا المتوسط هو سعر الصك (الوحدة) الذي يصدره الصندوق، وعلى أساسه يتم التحاسب مع من يرغب في التخرج أو الدخول للصندوق، أو تحدد قيمة الصكوك بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الصكوك المصدرة، وهذا كله يتعلق طبعا بالصناديق ذات النهاية المغلقة، والتي تشكل محفظتها من أوراق مالية فقط دون استثمارات حقيقية.

^{*} للإطلاع حول مختلف أنواع صناديق الإستثمار التقليدية، راجع: أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص174-187. عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص93-108. نزيه عبد المقصود، مرجع سابق، ص96-106.

⁷ وليد هويل عوجان، "صناديق الإستثمار - دراسة وتحليل -"، بحث مقدم إلى مؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، أيام 06-08 مارس 2007، ص34. المرجع نفسه، ص34.

⁸ محمد علي القرني، "صناديق الإستثمار الإسلامية"، ص17، موقع أبحاث فقه المعاملات الإسلامية - قنطجني، على الرابط: www.kantakji.com/fiqh/files/economics/172.txt ، تاريخ الإطلاع 2012/04/30، على الساعة 22:00. نزيه عبد المقصود، مرجع سابق، ص108. Maulana Taqi Usmani, "principles of shari'ah governing islamic investment funds", على الرابط: http://www.albalagh.net/Islamic_economics/finance.shtml .2012/05/10.

¹⁰ صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الإستثمار الإسلامية، خصائصها وأنواعها"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية و البورصات"، كلية الشريعة الإسلامية والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، أيام 06-08 مارس 2007، ص13. وليد هويل عوجان، مرجع سابق، ص37.

¹¹ براق محمد وآخرون، مرجع سابق، ص10. وليد هويل عوجان، مرجع سابق، ص38، 39. صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص849-851. محمد علي القرني، مرجع سابق، ص18، 19. هشام جبر، "صناديق الإستثمار

- الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول "الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، نابلس، أيام 08، 09 ماي 2005، ص ص 19، 20. عبيد علي عبيد، "تحول المصارف التقليدية إلى مصارف إسلامية في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية"، رسالة دكتوراه، التخصص: غير موجود، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2008، ص ص 133، 134.
- ¹² صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 846-849.
- ¹³ هشام جبر، مرجع سابق، ص 20. وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 39-41. صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص ص 851، 852.
- ¹⁴ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص ص 818، 819. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 111.
- ¹⁵ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 852. وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 41. محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 21.
- ¹⁶ أحمد حسن أحمد الحسيني، مرجع سابق، ص ص 25، 26. عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص ص 93، 94. صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص ص 819-821.
- ¹⁷ وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 42. صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 852.
- ¹⁸ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص ص 587-589. صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص ص 814-816. سامر مظهر قنطقجي، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010، ص ص 371، 372.
- ¹⁹ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص 587.
- ²⁰ عصام عبد الهادي أبو النصر، "منهج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الإستثمار في ضوء الفكر الإسلامي"، بحث مقدم إلى ندوة "صناديق الإستثمار في مصر -الواقع والمستقبل"، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، يوم 22 مارس 1997، ص 11.
- ²¹ خالد سعد زغلول حلمي، "النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الإستثمار -عرض للتجربة الكويتية-"، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 06-08 مارس 2007، ص 09.
- ²² عبيد علي عبيد، مرجع سابق، ص ص 144، 145.
- ²³ عصام عبد الهادي أبو النصر، مرجع سابق، ص 12.
- ²⁴ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص ص 591-594. عبيد علي عبيد، مرجع سابق، ص ص 141-144.
- ²⁵ عبيد علي عبيد، مرجع سابق، ص ص 145، 146.
- ²⁶ عبد المجيد الصلاحي، صناديق الإستثمار الإسلامية -مفهومها، خصائصها و أحكامها"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية و البورصات"، كلية الشريعة الإسلامية والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، أيام 06-08 مارس 2007، ص 09.
- ²⁷ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص ص 589، 590. عبيد علي عبيد، مرجع سابق، ص ص 139-141.
- ²⁸ عبد المجيد الصلاحي، مرجع سابق، ص ص 09، 10. عصام عبد الهادي أبو النصر، مرجع سابق، ص 11.
- ²⁹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص 823.
- ³⁰ أشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص 190.
- ³¹ سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 374. وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 48.
- ³² عصام عبد الهادي أبو النصر، مرجع سابق، ص 12.
- ³³ محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 15. سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 375. وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 49.

- * لمزيد من التفصيل حول تلك العناصر راجع: محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 03-05. عماد غزالي، "دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط 1، 2010، ص 135، 136. سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 371. صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص 800-802.
- ³⁴ وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 09-14.
- ³⁵ عبد المجيد الصلاحين، مرجع سابق، ص 08.
- ³⁶ أشرف محمد دوابة، "صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية- بين النظرية و التطبيق"، دار السلام، القاهرة، ط 2، 2006، ص 56، 57. وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 14، 15. عماد غزالي، مرجع سابق، ص 137، 136.
- ³⁷ وليد هويلم عوجان، مرجع سابق، ص 15، 16. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 117-119، عبد المجيد الصلاحين، مرجع سابق، ص 06، 07. أشرف محمد دوابة، "صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص 57. عادل غزالي، مرجع سابق، ص 137. صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص 802، 803.
- ³⁸ نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 120-122. محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 11-14.
- ³⁹ محمد علي القرني، "دور صناديق الإستثمار في تمويل مشاريع البنية التحتية"، بحث مقدم لندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي، في تمويل المشروعات الاقتصادية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ص 347، نقلا عن: عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 73.