

جامعة وهران

كلية العلوم الاقتصادية ، علوم التسيير و العلوم التجارية

المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد المالية الدولية

**الموضوع :**

**دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية  
و الإسلامية**

تحت إشراف:

أ. سالم عبد العزيز

من إعداد:

بوشلاغم نور الدين

2013/06/13

أمام لجنة المناقشة :

- رئيسا : بن باير الحبيب - أستاذ التعليم العالي - جامعة وهران .  
مقررا : سالم عبد العزيز - أستاذ التعليم العالي - جامعة وهران.  
مناقشا : رقيق يسعد ادريس - أستاذ التعليم العالي - جامعة وهران .  
مناقشا : تراري مجاوي حسين - أستاذ محاضر - أ- جامعة وهران .

السنة الجامعية 2012 / 2013

## فهرس المذكرة

01ص.....	المقدمة العامة
07ص.....	الفصل الأول : صناديق الاستثمار التقليدية
08ص.....	تمهيد الفصل الأول.....
09ص.....	المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار
09ص.....	المطلب الأول: تعريف شركات الاستثمار
12ص.....	المطلب الثاني : تصنف شركات الاستثمار
20ص.....	المطلب الثالث : طبيعة عمل شركات الاستثمار
23ص.....	المطلب الرابع : الشكل التنظيمي لشركات الاستثمار
	<b>المبحث الثاني : صناديق الاستثمار المفهوم – الأنواع – الأطراف المتدخلة – السياسات الاستثمارية</b>
26ص.....	المطلب الأول : تعريف صناديق الاستثمار
30ص.....	المطلب الثاني : وثيقة الاستثمار و أحكامها
31ص.....	المطلب الثالث : المتدخلون في صناديق الاستثمار
34ص.....	المطلب الرابع : تصنيف صناديق الاستثمار
46ص.....	المطلب الخامس : مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار
51ص.....	المطلب السادس : السياسات الاستثمارية و العامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار
	<b>المبحث الثالث : تقييم صناديق الاستثمار ودور مؤسسات الوساطة المالية في تفعيل أدائها</b>
56ص.....	المطلب الأول : الأساليب المستعملة في قياس الأداء
62ص.....	المطلب الثاني : دور البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار

المطلب الثالث : مؤشرات البورصة وأهميتها بالنسبة لصناديق الاستثمار.....ص64

### **المبحث الرابع : دراسة نظرية وتحليلية لصناديق الاستثمار الفرنسية**

ص66.....

المطلب الأول : مراحل تطور صناديق الاستثمار الفرنسية .....ص66

المطلب الثاني : مكونات صناديق الاستثمار الفرنسية وهيكلها التنظيمية .....ص69

المطلب الثالث : إدارة صناديق الاستثمار الفرنسية .....ص74

خلاصة الفصل الأول.....ص76

### **الفصل الثاني : صناديق الاستثمار الإسلامية .....ص77**

مقدمة الفصل الأول .....ص78

### **المبحث الأول : المالية الإسلامية منتجاتها – واقعها وإشكالية تطويرها**

ص79..

المطلب الأول : المنتجات المالية الإسلامية .....ص79

المطلب الثاني : واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج تطويرها .....ص88

المطلب الثالث : مزايا استحداث منتجات مالية إسلامية.....ص89

### **المبحث الثاني : ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية .....ص92**

المطلب الأول : تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية .....ص92

المطلب الثاني : الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية .....ص96

المطلب الثالث : العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق وطبيعتها .....ص97

### **المبحث الثالث : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية – مخاطرها وطرق**

**الرقابة عليها .....ص100**

المطلب الأول : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية .....ص100

المطلب الثاني : مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية .....ص103

---

المطلب الثالث : الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية .....	ص106
المطلب الرابع : صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم .....	ص109
<b>خلاصة الفصل الثاني .....</b>	<b>ص112</b>
<b>الفصل الثالث : الدراسة المقارنة .....</b>	<b>ص113</b>
<b>تمهيد الفصل الثالث :</b> .....	<b>ص114</b>
<b>المبحث الأول : المقارنة في الإطار النظري .....</b>	<b>ص115</b>
المطلب الأول : الاختلاف النظري بين صندوق الاستثمار التقليدي و الإسلامي .....	ص115
المطلب الثاني : المقارنة من حيث شركات الإدارة و الأدوات المستعملة .....	ص117
<b>المبحث الثاني : المقارنة في الإطار العملي التطبيقي .....</b>	<b>ص121</b>
المطلب الأول : من حيث الحجم و التوزيع الجغرافي .....	ص121
المطلب الثاني : النوع و العدد و التطور الهيكلي .....	ص126
المطلب الثالث : مقارنة أداء مؤشرات داو جونز الإسلامية بمؤشرات داو جونز التقليدية .....	ص132
المطلب الرابع : مقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية بأداء صناديق الاستثمار الإسلامية .....	ص137
<b>خلاصة الفصل الثالث .....</b>	<b>ص143</b>
<b>الخاتمة العامة .....</b>	<b>ص144</b>

قائمة المراجع

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

الملاحق

---

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة:

لقد اختلفت وتعددت عمليات الاستثمار منذ القدم إلا انه لا يمكن لنا أن نجد إلا نوعين من أساليب الاستثمار هما : الاستثمار الحقيقي أو العيني والاستثمار المالي ولقد حظي الاستثمار المالي بالاهتمام الأكبر وهذا ما جعل هذا النوع من الاستثمار يتطور وينمو باعتباره ممولا للاستثمار الحقيقي هذا من جهة ومن جهة أخرى فان تطور الصناعة المالية الحديثة والتي تبحث دائما في كيفية تقليص مخاطر هذا النوع من الاستثمار جعل لهذا النوع صيغا مختلفة ومتعددة تختلف من حيث المبدأ والهدف والطريقة .

وبما أن عملية الاستثمار في الأصول المالية هي من بين العمليات الدقيقة والخطيرة أصبح من الضروري وجود مؤسسات مالية تهتم بإدارة هذه الأصول سواء لنفسها أو للغير .

وعليه فلقد أصبحت عمليات الاستثمار المالي تحتاج إلى مؤسسات متخصصة لها من الخبرة المالية والتقنية والمعرفة المسبقة بأحوال السوق ما يمكنها من تقليص المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر العادي الذي أوكل لها عملية استثمار أمواله.

ومن هنا قامت شركات الاستثمار المالي والبنوك ومؤسسات التامين وغيرها بإنشاء مؤسسات استثمارية جديدة لها من المواصفات ما يمكنها من أن تكون الصيغة المثلى لهذا النوع من الاستثمار ألا وهي صناديق الاستثمار باعتبارها أوعية استثمارية تقوم بتجميع الموارد المالية من الجمهور وتقوم بإعادة توجيهها إلى قطاع الاستثمار الغير المباشر أي تكوين محفظة من الأوراق المالية المختلفة والمتنوعة وتمكين عامة الجمهور من الاستفادة من خدماتها حتى ممن لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين مثل هذه المحافظ كما تتيح لأصحاب الأموال الذين ليس لديهم الخبرة اللازمة أو الوقت الكافي لإدارة هذا النوع من الاستثمار وتسعى الإدارة القائمة على نشاط صناديق الاستثمار إلى تحقيق أهداف المدخرين على اختلاف ميولهم وذلك بالمحافظة على رأس المال وتنميته وتقليل مخاطر الاستثمار والوفاء بمتطلبات السيولة النقدية

---

وتحقيق دخل دوري ومحاولة تعظيمه إلى أقصى حد ممكن وهذا ما شجع الجمهور على استثمار أموالهم فيها وهذا ما أدى إلى ازدياد عددها وانتشار ظهورها وإقبال أصحاب الأموال والمدخرات على استثمار أموالهم في هذه الصناديق. ونظرا للدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تجميع المدخرات وإعادة توجيهها نحو مجالات الاستثمار المختلفة أصبح لها أهمية كبرى في الاقتصاديات الحديثة باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية جديدة لها تأثيرها في جلب المدخرات وتشجيع الاستثمار هذا ما جعلها تحظى باهتمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أيضا فجعلت هذه المؤسسات تستعمل هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث لا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الاستثمارية الأخرى وإنما يتمثل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ للأوراق المالية التي تتوافق مع الضوابط الشرعية وإدارتها والدخول مباشرة في الاستثمار في مجالات مختلفة من النشاط الاقتصادي سواء في المجالات الصناعية أو التجارية أو الخدماتية عبر مختلف الصيغ كالتأجير والمشاركة والمضاربة والمرابحة و الاستصناع ومن هذا كله نجد أنفسنا بصدد دراسة صناديق الاستثمار من منظورين :

- صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية ويقتصر نشاط هذه الصناديق في الغالب على الاستثمار الغير مباشر والمتمثل في تكوين محافظ للأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات وغيرها.
- صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية و يتمثل نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في الأدوات المالية الشرعية .

### الإشكالية العامة:

ما مكانة ودور كل من صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في الاقتصاد الراهن باعتبارها صيغة من صيغ الاستثمار الحديثة وأداة موجهة لإعادة تعبئة الادخار من طرف جميع فئات المجتمع كبار وصغار المستثمرين وكيف يتم تقييم أدائها ؟

---

و للإجابة على الإشكالية الرئيسية قمنا بتجزئتها إلى الإشكاليات الفرعية التالية :

- 1- هل لصناديق الاستثمار نفس الأهمية والدور الذي تلعبه باقي صيغ الاستثمار الأخرى في الاقتصاد العالمي ؟
- 2- هل هناك تباين بين مكانة ودور كل من صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في الاقتصاد الحالي ؟
- 3- كيف تساهم صناديق الاستثمار في تعبئة الادخار وإعادة توجيه المدخرات ؟
- 4- ما هي الأساليب المتبعة في تقييم أداء صناديق الاستثمار ؟

### فرضيات البحث:

- 1- إن لصناديق الاستثمار أهمية ودور بارز تلعبه في الاقتصاد الراهن كغيرها من صيغ الاستثمار الأخرى رغم حداتها وهذا نظرا لاحتوائها جميع فئات المجتمع كبار وصغار المستثمرين وتقليصها مخاطر الاستثمار .
- 2- يوجد تباين بين مكانة ودور كل من صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية نظرا لحدثة هذه الأخيرة مقارنة بسابقتها بالإضافة إلى الاختلاف في المبادئ والأسس التي تقوم عليها كل صيغة منهما .
- 3- تقوم فكرة صناديق الاستثمار على تجميع المدخرات من جميع أصناف المجتمع كبار وصغار المستثمرين على حد سواء وبالتالي يكون لها القدرة على تعبئة ادخار أكبر من غيرها .
- 4- يتم تقييم أداء صناديق الاستثمار من خلال مقاييس الأداء المتبعة وهي مقياس " شارب وترينور " .

### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى :



- 
- 1- عرض شامل ومفصل لصناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية باعتبارها صيغة من صيغ الاستثمار الحديثة خاصة الإسلامية منها .
  - 2- تبيان اثر ودور صناديق الاستثمار سواء التقليدية أو الإسلامية في تعبئة الادخار وإعادة توجيهه للبناء الاقتصادي
  - 3- التعرض إلى طرق و كفاءات تقييم الأداء التي تقوم عليها صناديق الاستثمار.
  - 4- إجراء مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية .

### أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث فيما يلي :

- 1- الدراسة النظرية والتحليلية لصناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية .
- 2- إبراز دور وأهمية صناديق الاستثمار في الاقتصاد.
- 3- معرفة التباين بين صنفين من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية مع أهمية ودور كل منهما.

### أسباب اختيار الموضوع :

هناك العديد من الأسباب التي جعلتنا نختار هذا الموضوع نذكر أهمها :

- 1- إظهار دور صناديق الاستثمار كإحدى الوسائل الهامة في تعبئة الادخار وإعادة توجيهه نحو طرق الاستثمار .
- 2- معرفة مدى إمكانية اعتماد الاقتصاديات العالمية والمحلية منها خاصة على هذه الصيغ الاستثمارية والاستفادة من مزاياها .
- 3- الدور البارز الذي أصبحت تلعبه هذه الصناديق خاصة الإسلامية منها حيث أنها أصبحت تلقى قبول واهتمام الأفراد والمؤسسات على حد سواء بعدما تخطت الأزمة المالية العالمية .

## المنهج المستخدم في البحث وأدواته :

نظرا لطبيعة الموضوع وخصوصيته تم الاعتماد على المنهج التحليلي الوصفي وهذا نظرا لطبيعة البحث حيث احتوى على الجانب النظري الذي يتطلب توظيف المفاهيم و التعاريف كما دعم بالبيانات و الأشكال التي تساهم في تقريب وتبسيط المفاهيم كما لم يخلو من الإحصائيات المتاحة كما دعم بنوع من التحاليل .

أما فيما يخص أدوات البحث والتحليل والتي اتخذناها في هذا الشأن فهي مجموعة من الكتب سواء باللغة الأجنبية أو العربية بالإضافة إلى الندوات والملتقيات والمحاضرات التي أقيمت في هذا الشأن.

## تقسيم البحث وترتيب فصوله : نظرا لاتساع الموضوع وتشعبه حاولنا ضبطه

منهجيا وذلك بتقسيمه إلى ثلاثة فصول ، فصلين رئيسيين وفصل ختامي .  
أما الفصل الأول فلقد خصص لدراسة الصناديق الاستثمارية التقليدية والشركات التي تديرها وذلك من خلال التعريف بها وبأنواعها ونوعية الصناديق التي تديرها بالإضافة إلى التعريف بصناديق الاستثمار ، أهميتها ، أنواعها ، مزاياها ، و مخاطرها وطرق تقييم أدائها وختم هذا الفصل بدراسة نظرية وتحليلية لصناديق الاستثمار الفرنسية التي تعد مثال حي للدراسة .

أما الفصل الثاني فلقد خصص للفئة الثانية من الصناديق وهي الصناديق الإسلامية وهي الأخرى تم تناولها في الدراسة حيث تم التعرض أولا إلى الصناعة المالية الإسلامية باعتبارها الأرضية الخصبة لنمو هذه الصناديق ثم تم التعرض إلى ماهيتها وأنواعها و مخاطرها و طرق الرقابة عليها بالإضافة إلى مكانتها عالميا .

أما الفصل الأخير فلقد خصص لإجراء نوع من المقارنة بين هاتين الفئتين من الصناديق .

---

# الفصل الأول: صناديق الاستثمار التقليدية

## تمهيد الفصل الأول:

لقد أصبح موضوع صناديق الاستثمار اليوم يحظى باهتمام كبير من طرف الأوساط الاقتصادية والمالية حيث أصبحت هذه الصناديق باختلاف أشكالها وأنواعها تلعب دورا مهما وبارزا كوسيلة للاستثمار وتجميع الادخار في جل أسواق المال العالمية إن لم نقل كلها إذ تعد أداة فعالة في يد الشركات والمؤسسات المالية التي تنشئها بعدما أصبحت تحقق مكاسب مالية من وراءها.

ولهذا سوف نتعرض في هذا الفصل إلى ما يلي:

- ماهية شركات الاستثمار.
- صناديق الاستثمار: المفهوم - الأنواع - الأطراف المتدخلة - السياسات الاستثمارية.
- تقييم صناديق الاستثمار ودور مؤسسات الوساطة في تفعيل الأداء .
- دراسة نظرية وتحليلية لصناديق الاستثمار التقليدية الفرنسية .

## المبحث الأول : ماهية شركات الاستثمار

تلعب الأسواق المالية اليوم دورا مهما و بارزا في عملية توجيه النشاط الاقتصادي و النهوض به نحو مستوى أفضل حيث أن المهمة الأساسية لأسواق المال هي توفير الموارد المالية اللازمة و توجيهها نحو احتياجات النشاط الاستثماري. و لعل أهم ما يميز أسواق المال اليوم هو الدور الذي تلعبه شركات الاستثمار التي تتمثل مهمتها الأساسية في تجميع الأموال من كافة الفئات كبار المدخرين و صغارهم و تكوين ما يعرف بصناديق الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة . و سوف يتم التناول في هذا المبحث تعريف شركات الاستثمار و أنواعها و التعرض إلى شكلها التنظيمي و طبيعة عملها .

### المطلب الأول: تعريف شركات الاستثمار.

شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة . و يتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام مثل الأسهم و السندات واذونات الخزانة. و ليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة فحقه يتمثل فقط في حصته في التشكيلة ككل يحصل في مقابلها على شهادات دالة على ذلك. و شركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل التي هي نوع من المؤسسات المالية تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم و سندات إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض<sup>(1)</sup> .

و لما كان الاستثمار في الأوراق المالية يفوق في ربحه كثيرا من مجالات الاستثمار الأخرى تكونت شركات استثمارية برؤوس أموال ضخمة اكبر حجما و أكثر تنوعا

---

(1)- د.منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة كبار و صغار المدخرين : توزيع منشأة المعارف ، طبعة 1999 ، ص 12.

---

و من ثم فقد ضمت محفظتها العديد من الأوراق المالية التي تضمن للمدخر توظيف أمواله في مجموعة كبيرة من الأوراق المالية المتنوعة و له أن يختار من بينها ما يتفق و حاجته بقدر المبالغ التي يرغب في توظيفها .

بالإضافة إلى أن هذه الشركات تقوم بالإشراف و إدارة هذه المحفظة لصالح المدخرين مما يعود عليهم بأكبر قدر من الربح، حيث تجري حركة البيع و الشراء لتلك الأوراق عن طريق خبراء متخصصون في الشركة يدركون أحوال السوق فكلما كانوا أكثر خبرة كلما وفروا للشركة و المدخرين أرباحا أكبر.

و إذا كان المستثمر عادة ما يختار شركة الاستثمار و نوع الأوراق المالية التي تتفق مع ميوله و رغبته مثلا : شركات الاستثمار العقاري و أوراقها تتميز بخاصية التحويل السريع للسيولة و قد حققت هذه الشركات نجاحا كبيرا إلا أنها أصيبت بانعكاسات خطيرة نتيجة الاندفاع و التوسع غير المحسوبين في أعمالها<sup>(1)</sup>.

غير أن الاختيارات السابق ذكرها ستتوقف على دراسة أعمال الشركات التي تتكون أسهمها من محفظة الأوراق المالية لشركات الاستثمار و اتجاهات الصناعة و حالة السوق.

و هذا ما لا يستطيع الشخص العادي الإحاطة به حيث لا تتوفر لديه الخبرة و المهارة الكافية و الوقت اللازم و المعلومات الصحيحة لإجراء عمليات اختيار ناجحة لأفضل الأوراق المالية القابلة للبيع و الشراء في سوق الأموال المالية.

ورغم الاختلاف في بداية نشأة هذه الشركات إذ نجد أن أول شركة من هذه الشركات ترجع فكرتها إلى بلجيكا ثم امتدت إلى بريطانيا و تطورت بسرعة. إلا أن حجم المعاملات لذا تلك الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية يفوق نظيره في إنجلترا أو أي دولة أخرى في العالم.

---

(1) Summer . N . Levine . Financial analysis Dow jones.Irwin Illinois-1975. P 691.

---

و قد سبق و أن تعرضت هذه الشركات مثلها في ذلك مثل بقية المؤسسات و التنظيمات المالية لأزمة 1929 و انهارت شركات كثيرة منها إلا أنها استعادت ثقة الجمهور فيها و توسعت في نشاطها بعد ذلك.

و شركات الاستثمار على نوعين :

أولها : شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت ( المغلقة).

و ثانيها : شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ( المفتوحة).

و كلاهما و إن كان يهدف إلى تكوين و إدارة محفظة الأوراق المالية عن طريق توظيف أموال الشركة و المدخرين بالتعامل في الأوراق المالية بيعا و شراء حسب حالة السوق لتحقيق أكبر قدر من الأرباح مع خضوع المستثمرين لمبدأ توزيع المخاطر إلا أن هناك اختلافا بينهما من حيث قابلية رأس المال للتغيير و مدى التزام الشركة باسترداد أسهم الشركاء<sup>(1)</sup>.

---

(1) - Horbert . Fdoyall. Jack E .Gaumnitz .Capital Markets an Institutions. third Edition- New jersey- 1975 . P 117

## المطلب الثاني: تصنيف شركات الاستثمار.

تميز لجنة الأوراق المالية و البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للاستثمار و بين شركات الاستثمار:

و يقصد بـالنوع الأول: الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر في أموالها من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبيا من الأسهم العادية للمنشأة المعنية .  
أما النوع الثاني: فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في التشكيلات ( محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية بهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر عديدة و هذا النوع هو مجال الاهتمام في هذا البحث.

و يصنف قانون شركات الاستثمار الأمريكي تلك الشركات في ثلاث مجموعات هي:

\* شركات الشهادة الاسمية .

\* وودائع وحدة الاستثمار .

\* شركات الاستثمار المدار .

وبالنسبة لشركات شهادات القيمة الاسمية ففيها يشتري المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين و العلاقة بين المستثمر و الشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين و هذا النوع نادر.

### أولاً: وودائع وحدة الاستثمار .

ودائع وحدة الاستثمار هي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغير إلا نادرا و ذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة على عكس ذلك في المملكة المتحدة .

و تتكون وودائع وحدة الاستثمار بواسطة كفيل غالبا ما يكون بيت سمسرة ، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية ثم يقوم بإيداعها لذا أمين عادة ما يكون احد البنوك التجارية. و الذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد تباع للجمهور و تعطي الشهادة حاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد هذه الأصول، بالإضافة إلى حقه في استرداد قيمة الحق أو السند و ذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة و يتم سداد الفوائد و أصل الاستثمار بواسطة الأمين.



---

أما فيما يخص الكفيل فإن دوره ينتهي بمجرد بناء التشكيلة و يتلخص دور الأمين في إصدار الشهادات و تحصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيدا لدفع قيمتها لحملة الشهادات و كذلك تدفع لهم القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة .

و ببلوغ تاريخ استحقاق كافة السندات المكونة للتشكيلة ينقضي الاتحاد الذي عادة لا يتجاوز عمره في المتوسط 6 أشهر و ذلك في حالة التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما في حالة السندات طويلة الأجل فيصل عمر الاتحاد إلى 20 عاما .  
و لإتباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الاسمية المدونة كل يباع بخضم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق و يمثل الفرق بين قيمة المتحصلات من بيعه و بين قيمة شراء الفائدة التي يحققها المستثمر .

ولا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال و يمكن له بيع الإيصال قبل تاريخ الاستحقاق لمستثمر آخر .

و هناك ميزتين أساسيتين لودائع وحدة الاستثمار:

**أولها :** أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف الإدارة إذ لا يوجد أصلا عبء إداري يذكر.  
**ثانيها:** أنها تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم للاستثمار المباشر في السندات.  
بالإضافة إلى وجود سوق ثانوي يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت دون انتظار تاريخ الاستحقاق<sup>(1)</sup>.

**ثانيا:** شركات الاستثمار المدار.

يطلق على شركات الاستثمار المدار شركات الإدارة أو الشركات المدارة و يقصد بها :  
« الشركات التي تلعب فيها إدارة الشركة دورا بارزا في إدارة تشكيلة الأوراق المالية ».

و ذلك تميزا لها عن ودائع وحدة الاستثمار التي لا يلعب فيها الكفيل أو الأمين دورا في هذا الشأن .

---

(1)- د- منير إبراهيم هندي - صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين - مرجع

و على الرغم من ارتفاع تكاليف بناء هذه التشكيلات و إدارتها إلا أن معظم المستثمرين يعتقدون بان مزايا الإدارة المستثمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة.

هذا و تنقسم شركات الاستثمار المدارة إلى:

شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة و شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة .

### 1- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار و يطلق عليها اسم صناديق ذات نهاية مغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهمها ، تباع للجمهور حيث يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات . و لقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات على أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير يستثنى من ذلك حالتين نادرتي الحدوث :

الحالة الأولى هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق على نحو سيتم عرضه فيما بعد و الحالة الثانية هي إصدار الشركة لأسهم جديدة و على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة و ودائع وحدة الاستثمار التي سبق ذكرها فان شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة لا تبدي استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها .

و إنما يمكنه تصريفها و ذلك بإصدار أمر للسمسار الذي يتعامل معه و الذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر إما في السوق المنضمة أي البورصة أو في السوق الغير منضمة التي يطلق عليها : المعاملات عبر المنضدة.

و ذلك من خلال التجار و بيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعا و شراء و لا يمنع أن تقوم الشركة بشراء أسهمها في السوق و إن كان ذلك أمرا نادرا ، مرهونا بهبوط القيمة السوقية للسهم عن القيمة الصافية للأصل والتي يتم حسابها كما يلي :

## قيمة الأصل الصافية = ص - خ ن

**ص :** تمثل القيمة السوقية للأصول أي الأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها .

**خ:** تمثل القيمة الدفترية للخصوم ( قروض ، سندات ... الخ ).

**ن:** تمثل عدد الأسهم العادية .

هذا و يطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة **بالصناديق ذات التداول العام** التي تنشر قيمتها السوقية يوميا في صحف المال ، أما قيمة الأصل الصافية فتنتشر في جريدة - وول ستريت- حيث يجد فيها المستثمر القيمة السوقية و الصافية ، أما الفرق فيضم إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم .

كما يمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة يكون لحملتها الأولوية على حمل الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم.

و من السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقا لانقضاء الشركة و أن التوزيعات و الفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة ثم توزيعها بالكامل على حملة الأسهم.

ومع هذا فان معظم الشركات تسمح و تشجع على إعادة استثمار تلك الفوائد في مقابل الحصول على أسهم إضافية يتحدد عددها بناءا على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس على قيمته السوقية.

### مثال:

نفرض أن إحدى الشركات ذات النهاية المغلقة قد أعلنت عن توزيعات قدرها 2 وحدة نقدية لكل سهم و كانت القيمة الصافية للأصل أو السهم الواحد 20 وحدة نقدية فان المستثمر الذي يمتلك 50 سهما يكون له الخيار بين الحصول على 100 وحدة نقدية (50 سهم.2 و.ن) أو الحصول على

**5 أسهم إضافية (100 وحدة نقدية /20 وحدة نقدية ) بصرف النظر عن القيمة السوقية التي يكون قد بلغها سعر السهم.**

و إذا أراد المستثمر حساب معدل العائد على الاستثمار في أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة فيمكنه ذلك من خلال المعادلة التالية :

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{س} - \text{س} + \text{ت}}{\text{س}}$$

**حيث:**

**س\*:** قيمة الأصل الصافية في نهاية المدة .

**س :** قيمة الأصل الصافية في بداية المدة .

**ت:** تمثل التوزيعات التي حصل عليها المستثمر خلال المدة التي يحسب عنها المعدل .

## **2- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:**

يختص هذا النوع من الشركات أي شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بإدارة عدد من صناديق الاستثمار يطلق عليها اسم **الصناديق المشتركة**.

و سميت بذات النهاية المفتوحة لأن الأموال المستثمرة في الصندوق غير محددة و لأنه يجوز لهذه الشركات إصدار المزيد من الأسهم العادية و بيعها و إن كان لا يجوز لها إصدار سندات.

و على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة لا تتداول أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد .

تصدر هذه الشركات عدد من الأسهم غير محدود أي لا يوجد سقف واحد أعلى، سواء لمبلغ الأموال أو لعدد الأسهم و إنما يكون الحد الأعلى هذا مفتوحا أي غير محدد .

---

و من ثم فإنها تتسم بحرية الدخول إليها و الخروج منها و مادام انه لا يتم تداول أسهمها بين الأفراد فان أسهمها لا يتم تداولها في السوق المنظمة أو غير المنظمة و لا تسجل فيها و لا يوجد لأسهمها قيمة سوقية بسبب عدم تداولها بالسوق. وأن الاسم الذي تشتري به الشركة أسهمها يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم و هو سعر البيع إذا لم توجد هناك أتعاب أو مصروفات شراء و بيع تستوفيهما الشركة من المستثمرين.

و في حالة وجود هذه الأتعاب و المصروفات فإنها تضاف إلى قيمة الأصل الصافية و يكون للسهم في هذه الحالة قيمة سوقية و قيمة أصل صافية و أسعار للبيع و الشراء.

و لكن تقييم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم عن طريق منافذ توزيع رجال بيع بيوت سمسة مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر قد تصل إلى 8 % .

و ترتفع الرسوم كلما انخفضت رسوم الشراء و مهمة الموزع لهذه الأسهم لا تقتصر على بيع و تصديق الأسهم و تسويقها و إنما تساعد المستثمر في التخطيط المالي لاستثمار موارده المالية في اختيار الصندوق الذي يناسبه و يتماشى مع رغبته و ظروفه و هدفه من الاستثمار<sup>(1)</sup>.

أما النوع الثاني فهي شركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان و البريد ثم لا يتحمل المستثمر رسوما للشراء و بالتالي لا يتم خصم أي شيء من المبلغ المراد استثماره.

---

(1) - د . فليح حسن خلف ، الأسواق المالية النقدية ، الطبعة الأولى ، 2006 ، علم الكتاب الحديث ، عمان ( الأردن ) ص 141 ، 143.

---

غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم استرداد أو تصفية إذا ما رغب المستثمر في التخلص مما يملكه من أسهم و تتراوح تلك الرسوم ما بين 1% إلى 8% من قيمة الأصل الصافية و ذلك اعتمادا على مدة الاحتفاظ بالأسهم. فالمستثمر الذي يرغب في التخلص من السهم بعد شرائه بثلاثة أشهر قد يتكبد رسوم استرداد بمعدل 6% أما الذي يعرض أسهم للبيع بعد احتفاظه به لمدة 5 سنوات فقد لا يتكبد رسوما على الإطلاق.

هذا و قد اخذت بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة موقفا وسطا فهي تقوم بالتسويق المباشر لأسهمها من خلال رجال بيع تابعين لها في مقابل تحمل المستثمر لمصروفات لا تتجاوز نسبتها 2% من قيمة الأصل الصافية و قد تعتمد بعض الشركات التي تدير صناديقا للاستثمار إلى عدم تحميل المستثمر أي تكاليف و ذلك سعيا لجذب المستثمرين و المحافظة عليهم<sup>(1)</sup>.

---

(1) - Charles , L – personal Finance – University Cincinnati -1975- p 445

### ثالثاً: شركات الاستثمار الضامنة.

و هي شركات تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة في أنها تقوم بإصدار عدد محدد من الأسهم و لكن في نفس الوقت تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في أن أسهمها تباع و تشتري، أي يتم دفع قيمتها لأصحابها من قبل الشركة المصدرة لها فقط ، و تقوم باستثمار أموالها عادة في سندات و تختلف عن شركات الاستثمار الأخرى التي تخصص في الاستثمار في السندات بما يلي:

- لا يوجد تداول نشيط للسندات المكونة لمحفظتها حيث تقوم بشراء السندات عن طريق سماسرة الأوراق المالية أو مكتبتي السندات.

و تحتفظ بهذه السندات حتى تاريخ استحقاقها و دفع قيمتها من قبل الشركات المصدرة لها و الوقت الوحيد الذي تقوم فيه هذه الشركة ببيع سندات من محفظتها هو عندما يتأثر مركز الانتماني للشركة المصدرة لتلك السندات مما يعني أن تكاليف تشغيل و إدارة هذا النوع من الشركات اقل من تكاليف إدارة و تشغيل الأنواع الأخرى من شركات الاستثمار.

لها تاريخ استحقاق معين بينما لا يوجد تاريخ لتصفية شركات الاستثمار الأخرى ما عدا شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة و ذات التاريخ المحدد للاستحقاق .

- يكون المستثمر في هذا النوع من شركات الاستثمار على علم بان المحفظة الاستثمارية للشركة تتكون من مجموعة معينة من السندات و انه لن يحدث تغيير على هذه المحفظة.

- تتقاضى هذه الشركات عمولة تتراوح ما بين 3,5 % الى 5,5 % .

- بما أن المستثمرين في هذه الصناديق لهم أهداف مختلفة فليس من السهل أن تتكون محفظة معينة تلبي جميع احتياجات و رغبات هؤلاء المستثمرين و عليه فقد تم إدخال أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

## المطلب الثالث: طبيعة عمل شركات الاستثمار.

على الرغم من وجود بعض الخصائص المشتركة بين شركات الاستثمار المختلفة إلا أنها تختلف فيما بينها في الأهداف و التنظيم الإداري لكل منها و سياستها الاستثمارية<sup>(1)</sup> ، غير أن الهدف الأساسي لأغلبية هذه الشركات هو النمو بينما يهدف البعض منها إلى زيادة أرباحها.

و ما زال هناك بعض الصناديق التي أنشأت للاستثمار في أدوات السوق النقدي و انشأ العديد منها للاستثمار في سندات البلديات المعفاة من الضرائب. بينما تقف بعض شركات الاستثمار متأهبة لبيع و شراء أسهمها للمستثمرين المتوقعين و بعضها لديها عدد محدود من الأسهم و تبيع و تشتري هذه الأسهم للمستثمرين فيها فقط.

كما أن لبعض هذه الشركات نوعين من الأسهم : نوع يحصل على الإيرادات الرأسمالية و نوع يحصل على الدخل كله على شكل توزيع كامل للأرباح .

كما أن هناك أسهم لبعض شركات الاستثمار التي تتداول في السوق المالي الثانوي و بأسعار تقل عن قيمة الأصول التي تمتلكها هذه الأسهم .

و هناك بعض الصناديق التي تجمع في محافظتها نوعين من الأسهم، أسهم الأولى تدر دخلا و أسهم تعطي إيرادا رأسماليا و يسمى هذا النوع **بالصناديق ثنائية الأهداف** و تشترك هذه الشركات الاستثمارية مع المؤسسات المالية الأخرى في أنها تقوم بتقديم خدمات مهمة و متنوعة للجمهور كإدارة المخاطر بواسطة المحافظ الاستثمارية عن طريق محللين و خبراء استثمار.

و كذلك بإعطاء المستثمر الفرصة في تنويع استثماراته بالاستثمار غير المباشر في شركة استثمار بدلا من الاستثمار المباشر في الأوراق المالية.

---

(1) -Bodie .Z . Kane . A Marcus . A – Investments 6<sup>th</sup> edition Mc Graw –Hill - 2005. P 115



---

كما تتيح للمستثمر الصغير أن يمتلك حصصا في أسهم بقيم كبيرة على الرغم من صغر حجم مدخراته ، فالكثير من هذه الصناديق تتيح للمستثمر أن يشتري أسهما فيها بمبلغ صغير.

كما تتيح للمستثمر أن يحول استثماراته إلى نقد سائل بأقل خسارة ممكنة و في أي وقت يريد لأن أسعار أسهمها أكثر استقرارا من أسعار الأسهم الأخرى بسبب تنوع المحفظة الاستثمارية لكل منها.

و تعمل هذه الشركات كمؤسسات وساطة مالية حيث تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين المختلفين و تستثمرها في أوراق مالية كالأسهم و السندات و الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدوات السوق النقدي.

فإذا ارتفعت قيمة هذه الأوراق المالية التي تم الاستثمار فيها فإن قيمة أسهم الصندوق ترتفع كذلك و العكس في حالة انخفاض قيمة استثمارات هذه الشركات من الأوراق المالية فإن قيمة أسهمها تنخفض و بالتالي فهي شركات وسطاء متعاملين.

و تعتمد في عملها على استثمارات تشتريها من خبراء الاستثمار الذين غالبا ما يكونون جزءا من الشركة الأم التي تسيطر على شركة أو أكثر من صناديق الاستثمار و خبراء الاستثمار.

و يحصل خبير الاستثمار عادة على رسم سنوي يتراوح ما بين 0,5% إلى 1% من الأموال التي تكون تحت سيطرته بغض النظر عن النتيجة ،مما يعني أن خبير الاستثمار يعمل كسمسار.

ولقد توجهت في الماضي معظم شركات الاستثمار إلى الاستثمار في الأسهم و السندات حيث ركزت بعض هذه الصناديق على الاستثمار في أسهم شركات تهتم بالنمو أي تعيد استثمار أرباحها و تقلل من توزيع الأرباح .

في حين ركزت البعض الآخرين على الاستثمار في أسهم شركات تتبع سياسة توزيع غالبية الأرباح على السندات ذات الدخل الثابت.

---

ولقد كان للانهييار السيئ لسوق الأسهم في نهاية السبعينيات و الارتفاع في مستوى أسعار الفوائد آثارا سلبية و أخرى ايجابية فالآثار السلبية تمثلت في انخفاض نسبة النمو في صناديق الاستثمار التي ركزت استثمارها على الاستثمار في الأسهم و السندات . وأدت الآثار الايجابية إلى تطوير صناديق السوق النقدي التي وفرت للمستثمر الحصول على فائدة عالية حيث تطورت في السوق النقدي الحسابات الجارية التي تحمل فائدة.

و كان التطور السريع لمثل هذه الحسابات و الإقبال الشديد على استخدامها أن قامت البنوك بفتح هذه الحسابات لزبائنها و لكل مقابل أجر، الأمر الذي لم يجعل هذه الحسابات المفتوحة من قبل البنوك بديلا للحسابات الجارية التي وفرها السوق النقدي<sup>(1)</sup>.

---

(1) - Gup –B – Management of financial institutions – Hought Mifflin company - 1984- p 492- 493

## المطلب الرابع: الشكل التنظيمي لشركة الاستثمار.

كما هو واضح في مسمى شركات الاستثمار فإنها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات فهناك مدراء يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها و يشرفون على محافظ الاستثمار و يختارون المدراء التنفيذيون.

أما بالنسبة للسلطة المركزية لتلك الشركات فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها، و قد يكون الكفيل بنك استثمار و هو مؤسسة تتولى شؤون الاستثمار و هي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث و المشورة للغير أو بيت للسمسرة يتعامل في الأوراق المالية بيعا و شراء .

كما قد يكون الكفيل شركة تامين يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى إلى استثمارها<sup>(1)</sup>.

و هذا الاختلاف راجع إلى سياسة كل بلد ففي بريطانيا معظم صناديق الاستثمار تنظمها شركات التامين أما في أوروبا فان البنوك تنظم معظمها و في الولايات المتحدة الأمريكية تنظمه شركات التامين و البعض تنظمه شركات الأوراق المالية.

و قبل عقد الثلاثينات عندما فصل التشريع في الولايات المتحدة بين أسواق الأعمال المصرفية و أسواق الأوراق المالية كانت البنوك تدير الكثير من أكبر الصناديق الاستثمارية .

كما كان البعض من مديري صناديق الاستثمار شركات متخصصة لا تفعل شيئا آخر<sup>(2)</sup>، أما بالنسبة للقرارات النهائية في شأن سياسات الاستثمار فعادة ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الاستثمار المختص و بالنسبة لنشاط البحوث و المشورة فقد يسند للعاملين بالشركة أو قد يعهد لبيوت أو مكاتب متخصصة.

---

(1)- د- منير إبراهيم هندی - إدارة الأسواق و المنشآت المالية - توزيع منشأة المعارف -

1999 ص 359

(2)- النظم المالية و التمويلية ، المبادئ و التطبيقات ، تأليف مائير كوهين ، ترجمة عبد

الحكم الخزامي دار الفجر للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2007، ص 556 - 557

---

و في بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من الشركاء الاستثماريين على تبادل المشورة فيما بينهم من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي ومما يذكر فان بنكيرات الاستثمار أو بيوت المشورة التي تنشئ شركات الاستثمار عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها.

و نضيف أنه في حالة استئجار خدمات البحث و المشورة من منشآت متخصصة لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمي لشركة الاستثمار و من ثم فقد يقتصر الأمر على وحدة لصياغة السياسات تتكون من مديري صناديق الاستثمار.

و بالنسبة لخدمة حفظ و صيانة الأوراق المالية المملوكة للشركة فعادة ما يوكل أمرها في هذه الحالة إلى احد البنوك أو أحد بيوت السمسرة و هذا الاتجاه من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإدارة.

## 1- إدارة شركات الاستثمار:

شركة الاستثمار على فرض أنها تشتمل على صندوق واحد هي شركة تتمثل أصولها أساسا في تشكيلة (محفظة ) من الأوراق المالية من النوع الذي يسهل تداوله و تسويقه .

ويتولى إدارة المحفظة و باقي المهام شركة إدارة منفصلة يتم استئجارها لهذا الغرض و ذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الاستثمار و هذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الاستثمار .

أما ما يحدث عمليا فهو ما يلي:

تبدأ شركة الاستثمار بمجموعة من المديرين أو بيوت للمشورة تقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (إلى هذا لم تبدأ الشركة بعد ) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي للشركة و ذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (الذي سبق أن إختار أعضاء المجلس ) يتولى الإدارة الفعلية.

و يطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة الإدارة التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق.

---

عادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة و الأتعاب التي سوف تحصل عليها في مقابل قيامها بتلك الواجبات.

و تتحدد الأتعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى 1.5 % من القيمة الكلية للمال المستثمر أما واجبات الإدارة ففي مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة التي يتكون منها الصندوق ، إدارة الصندوق والواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم جديدة ، تسويق الأسهم و إعادة شرائها و ما إلى ذلك .

و لما كانت رسوم الإدارة تتحدد على أساس القيمة الكلية للاستثمار فإن شركة الإدارة تعمل على تأسيس أكبر قدر من الصناديق لتلبي احتياجات المستثمرين والاستفادة من انعكاس ذلك على زيادة الرسوم .

---

## المبحث الثاني: صناديق الاستثمار: المفهوم - الأنواع - الأطراف المتدخلة

### السياسات الاستثمارية-

تقوم شركات الاستثمار التي تكلمنا عنها في المبحث الأول بتشكيل عدد من صناديق الاستثمار إلا انه يمكن أيضا لهذه الصناديق أن تشكل من طرف البنوك سواء تقليدية أو إسلامية أو شركات تامين خاصة في الدول النامية.

ف نجد صناديق الاستثمار لا تشكلها شركات استثمارية خاصة بها مثل ما يوجد في أمريكا و انجلترا بل تشكله البنوك بشكل أساسي حيث أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار .

و في الواقع الملموس نجد أن فكرة صناديق الاستثمار اتجهت في الآونة الأخيرة إلى بعض الدول النامية مثل : الهند ، ماليزيا و الفلبين .

مما أدى إلى تطوير أسواق الأوراق المالية بها عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار و بالتالي تطوير القطاع المالي و الاستثماري في هذه الدول.

### المطلب الأول : تعريف صناديق الاستثمار.

ما يمكن قوله هو أن هناك عدة مفاهيم لصناديق الاستثمار تتماشى و ظروف نشأة هذه الصناديق في الدول المختلفة و محاولة منا الوصول إلى تعريف واضح لصناديق الاستثمار سوف نتعرض لمجموعة من هذه التعريف:

عرفت صناديق الاستثمار على أنها: «و عاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة في مجال إدارة الاستثمارات ( بنك أو شركة استثمارية مثلا )»<sup>(1)</sup> غرضه تجميع المدخرات من الأفراد و استثمارها في الأوراق المالية»<sup>(2)</sup> .

---

(1)- د. سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الاستثمار بدعوة هيئة الأوراق المالية و السلع ، أبو ظبي ، 2007 ، ص 48.

(2)- William Garran – Banking and Global System – Wood Head – Falknes –Cambridge 1979 – P 51.

---

فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين و احتياجاتهم الخدمية و بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة<sup>(1)</sup> بما يعود بالفائدة على البنك الذي أسسه أي صندوق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها و على المدخرين و على الاقتصاد القومي ككل .

و هناك تعريف آخر يبين أن صناديق الاستثمار: «عبارة عن بناء مالي لتجميع و إدارة أموال المستثمرين المتعددين، فيقدم المستثمرون أموالهم للإدارات المحترفة والتي بدورها تعمل على استثماراتها في الأوراق المالية لتحقيق الكسب لجميع الأطراف»<sup>(2)</sup>. و هذا التعريف يتفق مع التعريف السابق في توجيه استثمارات الصندوق نحو الأوراق المالية دون الإشارة إلى التوجه لأنواع الاستثمارات الأخرى كما انه لا يحدد شكل معين يأخذه صندوق الاستثمار .

و هناك تعريف آخر يرى أن: « صناديق الاستثمار تأخذ شكل شركة أو مؤسسة تجمع الأموال من الجمهور و تستثمرها في الأوراق المالية بموجب إستراتيجية عمل تهدف إلى تحقيق عائد و المشترك في هذه الصناديق يملك حصة تخوله للاشتراك في أرباح الشركة تعادل ملكيته في رأس مال الشركة »<sup>(3)</sup>.

و هناك تعريف يتضمنه قانون صناديق الاستثمار الفرنسي و الذي تبين فيه أن صندوق الاستثمار يمثل مجموعة المبالغ المستثمرة استثمارا قصير الأجل و واجبه الرد بمجرد الطلب و المقدم من عدة أشخاص و لا يعتبر هذا المال شركة و لا يتمتع بشخصية معنوية<sup>(4)</sup>.

---

(1)- Carter . Laurence W – Investment funds in Emerging markets (International Finance corporation) Washington 1996 –P 8.

(2)- د. فاروق زعيتر ، دور البنوك في خدمة الأسواق المالية النامية ، الأكاديمية العربية المصرفية ، عمان، 1996 ، ص 23.

(3)– Deert Fran , Cais , no 57 du 8 Décembre 1957 aux fonds commun de placement journal officiel 29 Décembre 1957 P 11905 .

(4) – نهال فريد مصطفى ، الأسواق والمؤسسات المالية- دار الفكر الجامعي- الإسكندرية- 2007 ، ص 231

---

و مهما تعددت التعاريف إلا أنها تصب في منحى واحد وهو أن صناديق الاستثمار هي إحدى أساليب الاستثمار الجماعي تهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين في الشركة في أرباح و خسائر البرنامج مقابل رسوم إدارة يتحملها المستثمر و المشترك في هذه الصناديق تقدم له وثيقة تبين اشتراكه في البرنامج.

## **1- وظيفة صناديق الاستثمار :**

تعتبر وظيفة صناديق الاستثمار هي استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية و لا يجوز لها مداولة أية أعمال مصرفية كإقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في المعادن النفيسة.

ومن ثم فإن صناديق الاستثمار تقدم مجموعة متنوعة من الأوراق المالية بالإضافة إلى ما تقوم به من إدارة و إشراف على عمليات البيع و إعادة بيع الأوراق المالية للجمهور.

## **2- أهداف صناديق الاستثمار :**

\* تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها و كذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك.

\* تجميع أموال المدخرين و توجيهها لمجال استثمار غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط و فاعلية سوق الأوراق المالية و كذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو غير المقيمين .

\* زيادة الربحية و العوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار، فبالنسبة للأفراد فإن العائد الذي سوف يحصلون عليه يتشكل من قيمة الكوبون أو العائد على الأسهم المقدره قيمته في وثيقة الاستثمار.

بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية و القيمة السوقية على عكس الوديعة البنكية التي يتمثل عائدها في العائد عن القيمة فقط بل إن قيمتها الحقيقية تتآكل بسبب التضخم .



---

\* يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية الذي كان حكرا على كبار المدخرين .

\* مراعاة اعتبارات الأمان ، حيث أن منهج و أسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل و توزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار و قيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته .

فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار و كلما زادت رغبته في تحقيق الربح زادت درجة تقبله للمخاطر و كلما تنوعت أوراقه المالية أمكن تقليل المخاطر.

\* تنشيط بورصة الأوراق المالية و هذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في ذلك الوقت ، فمن خلال سوق مالي قوي و نشيط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي و خاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مالي مؤهل لها بقوة و نشاط ، بما يسهل عملية توسيع الملكية و مشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية.

\* تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لأوضاع المستثمر<sup>(1)</sup> .

---

(1)- منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، الطبعة الأولى 1995 ، ص 45 الى 49 .

## **المطلب الثاني: وثيقة الاستثمار و أحكامها :**

تؤسس صناديق الاستثمار بغرض استثمار أموال المدخرين في الأوراق المالية ، و هذه الأخيرة المكونة للصندوق هي من النوع ذات التداول العام مثل الأسهم و السندات و أذون الخزانة .

و ليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية الأوراق المالية المعنية داخل الصندوق ، فحقه يتمثل فقط في حصته في الصندوق ككل و يحصل في مقابلها على شهادة دالة على ذلك و هي ما يسمى بوثيقة الاستثمار .

و لا تقتصر مكونات الصندوق على ورقة مالية بعينها بل يمتلك الصندوق تشكيلة مختلفة من الأوراق المالية و من أهمها : الأسهم و السندات ، الأوراق المالية الحكومية و صكوك الاستثمار ... الخ.

### **1- الشكل القانوني لوثائق الاستثمار :** يختلف الشكل القانوني لوثائق الاستثمار

ولكن يمكن القول أن وثائق الاستثمار هي على النحو التالي :

- هي ورقة مالية اسمها القانوني هو وثيقة الاستثمار.
- تصدر هذه الورقة اسمية و قد تكون لحاملها وفقا لشروط و أوضاع يحدده مجلس إدارة هيئة سوق المال.
- يكون للوثيقة كوبونات ذات أرقام متسلسلة مشتملة على رقم الوثيقة و تصدر بقيمة اسمية واحدة.

### **2- حقوق حامل أو صاحب الوثيقة:** تخول وثيقة الاستثمار في الصناديق

لحاملها أو صاحبها عددا من الحقوق أهمها :

- \* حق المشاركة في نتائج استثمارات الصندوق أي الأرباح .
- \* حق المشاركة في اختيار أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين أو العاملين معه .
- \* حق التعامل بها في البورصة إذا كانت مقيدة فيها و حق الاقتراض بضمانها من جهات الاقتراض بصفها ورقة مالية .

---

\* حق الاسترداد للقيمة قبل انقضاء مدة الوثيقة إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك.

### المطلب الثالث: المتدخلون في صناديق الاستثمار.

#### 1- إدارة الصندوق ( مدير الاستثمار):

تكون إدارة الصندوق أو مدير الاستثمار عادة شركة مساهمة مختصة في إدارة أصول و التزامات صناديق الاستثمار، و تعين ضمنها مدير المحفظة و هو الشخص المسئول لدى إدارة الصندوق في استثمارات الصندوق.

#### 2- أمين الحفظ أو المودع لديه:

تودع موجودات الصندوق ( السيولة، الأوراق المالية ) لدى مؤسسة يطلق عليها أمين الحفظ أو المودع إليه ( dépositaire ) .

تكون عادة من المصارف و يشترط على أمين الحفظ ألا يكون مساهما في الصندوق أو له ارتباطات أخرى ، وكما أشرنا سابقا يمكن أن يكون أمين الحفظ و المودع لديه جهتين مختلفتين بحيث يكون الأول بنكا أو جهة مرخص لها بالحفظ مسئولا عن حفظ موجودات الصندوق من أوراق مالية حصريا. و يكون المودع لديه وجوبا بنكا مسئولا عن حفظ الأموال .

يقوم أمين الحفظ بتنفيذ أوامر الصندوق ( بيع / شراء) و يسهر على تطبيق عقد الاستثمار من قبل مدير الاستثمار و يعلم هيئة السوق بكل ما من شأنه أن يخل بالقوانين و اللوائح المعمول بها أو بنظام الصندوق و يشارك عادة أمين الحفظ مدير الاستثمار في إنشاء الصندوق و وضع نظامه الأساسي.

---

### **3- هيئة السوق المالية :**

هي جهاز إداري مستقل مكلف بالإشراف و الرقابة على سوق المال و العاملين فيها تصادق على إنشاء صندوق الاستثمار و على مدير الاستثمار و المودع لديه - Regulator- و على النظام الأساسي للصندوق.

### **4- جماعة حاملي الوثائق:**

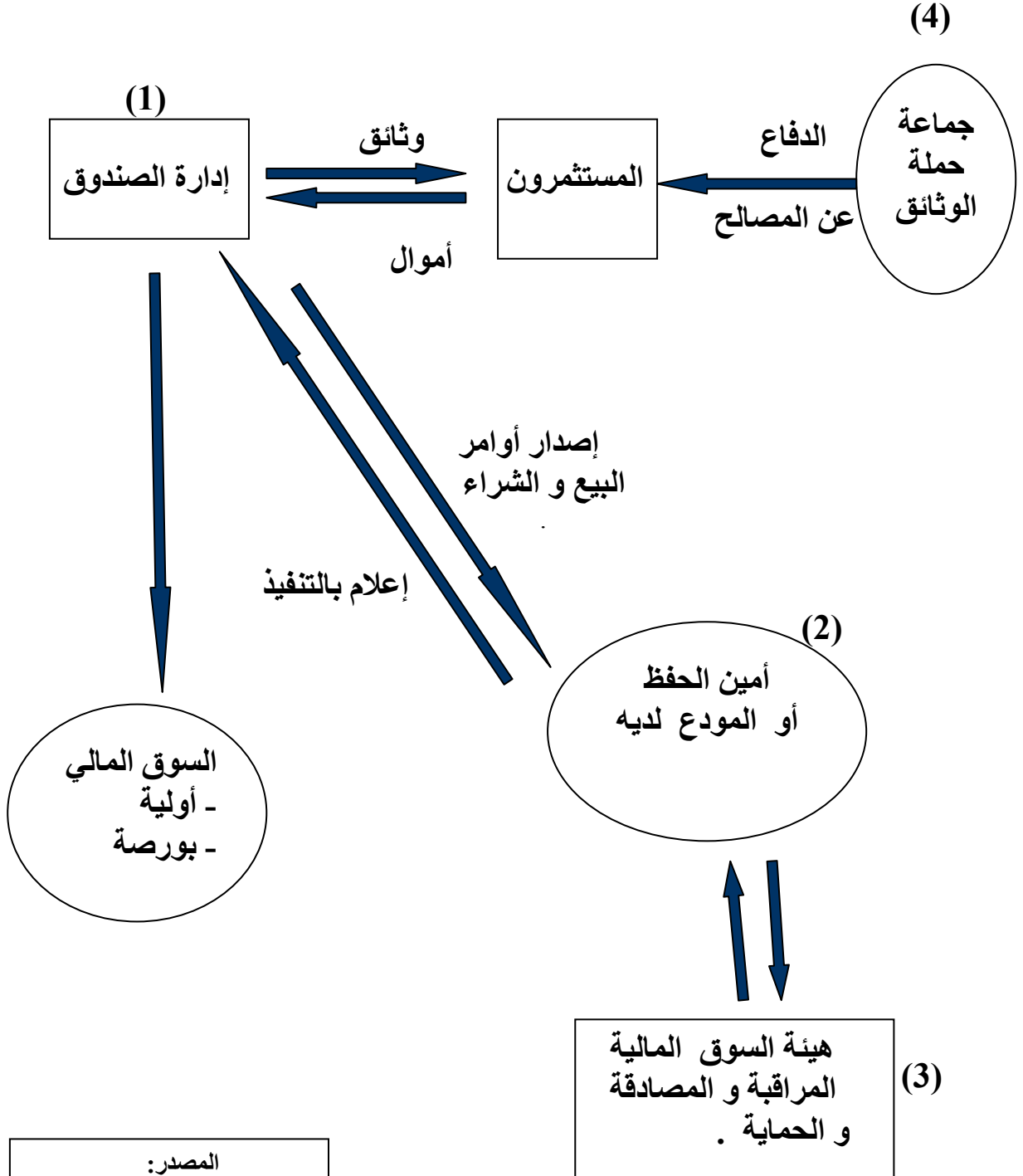
تتكون جماعة حاملي وثائق الاستثمار للدفاع عن مصالح حاملي الشهادات و هي تشابه جمعيات المساهمين في شركات المساهمة<sup>(1)</sup>.

---

(1)- أحمد الهدواج (الرئيس السابق ليورصة تونس 2005) ، صناديق الاستثمار - حماية و تطوير الادخار ، مداخلة لإتحاد البورصات العربية ، طرابلس ، أفريل 2010 .

رسم توضيحي يبين المتدخلون في صناديق  
الاستثمار

الشكل رقم (1):



المصدر:

مداخلة لأحمد الهدواج الرئيس  
السابق لبورصة تونس ، طرابلس  
،أفريل 2010 . .

---

## المطلب الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار.

تقوم شركة الاستثمار بتكوين عدد من صناديق الاستثمار و يقوم على كل منها فريق إدارة مستقل ، و يمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها ، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق.

### 1- تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة :

يمكن تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في أربع مجموعات :

صناديق الأسهم العادية ، صناديق السندات ، صناديق متوازنة ، صناديق سوق النقد<sup>(1)</sup>.

### 1-1- صناديق الأسهم العادية :

على الرغم من أن صناديق الأسهم العادية تشتمل فقط على أسهم عادية فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم .

فهناك صناديق تركز على أسهم عادية تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو و هناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة و هكذا فإن القرار الأول الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا و إذا كانت الإجابة بنعم فحينئذ يصبح قراره التالي هو اختبار نوعية الأسهم التي يفضلها.

و نميز في هذا الصدد نوعين من الصناديق :

صناديق تدار باستمرار و يقظة و صناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة .

---

(1)- د - منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية - مرجع سبق ذكره -

---

### **1-1-1) صناديق تدار باستمرار و يقظة:**

و يقصد بهذا النوع تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية و لتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية.

### **1-1-2) صناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة:**

وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا يذكر لاختيار التشكيلة فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل عائد محفظة السوق، و من تم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من ذات تشكيلة الأسهم التي تتكون منها أحد مؤشرات السوق و يطلق على هذا النوع **صناديق المؤشر**.

وتقدم فكرة صناديق المؤشر على فرض أن السوق كفاء، بمعنى أن سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التي لها أثر على قيمته السوقية.

وفي ظل هذا الغرض لن يكون هناك سهم يباع بسعر أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية و لن يكون من المجدي لإدارة صندوق الاستثمار أن تبدل الجهد و تنفق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بأقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية.

ولكي تحقق تلك الصناديق عائدا يساوي العائد على محفظة السوق، يصبح لزاما على الإدارة أن يتضمن الصندوق مجموعة من الأوراق المالية تماثل تلك التي يتكون منها المؤشر المستهدف.

ومن أهم التحديات التي تواجه تلك الصناديق هي أنه يصعب على إدارة الصندوق المحافظة على مكونات التشكيلة بذات النسب التي تتكون منها تشكيلة المؤشر المستهدف<sup>(1)</sup>.

## **2-1- صناديق المؤشرات المتداولة: (ETF)**

ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة لأول مرة في عام 1989 من خلال الأسواق الكندية تم تبعتها الأسواق الأمريكية في عام 1993 عندما طورت شركة : State \*Street Global Advisors

بالتعاون مع البورصة الأمريكية أول سوق لصناديق المؤشرات و منذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق في النمو السريع حيث زادت قيمة صافي أصول صناديق المؤشرات المتداولة في الأسواق الأمريكية وحدها من 72 مليار دولار عام 2001 إلى 700 مليار دولار بنهاية 2009<sup>(1)</sup> (انظر الشكل (2)).

و تقدر بعض التقارير أن الأصول العالمية في صناديق الاستثمار المتداولة بلغت في نهاية ديسمبر 2009 أعلى حد لها بقيمة تريليون دولار أمريكي و تضم صناديق الاستثمار المتداولة عالميا حوالي 1947 صندوق بعدد 3787 ورقة مالية مدرجة في 40 سوق مالية حول العالم<sup>(2)</sup>.

### **1-2-1 مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة:**

هي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول المستمر كتداول أسهم الشركات ، و تتكون صناديق المؤشرات المتداولة كغيرها من الصناديق من سلة من أسهم شركات مدرجة في السوق المالي و القابلة للتداول .

و تتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات و بالتالي يسهل على ملاك وحدات

---

(1)- الموقع الإلكتروني لهيئة سوق المال السعودية.

(2)-Investor Guide to Exchange Traded Funds .Abu Dhabi Securities exchange Web Site.



الصناديق معرفة أداء هذا الصندوق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها ويتم بيع و شراء الوحدات عن طريق عروض البيع و الشراء خلال فترات التداول .  
وتعتبر صناديق المؤشرات أحد أشكال صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم و تسعى للحصول على عائد و مستوى مخاطر مماثلين لمؤشر السوق<sup>(1)</sup>.

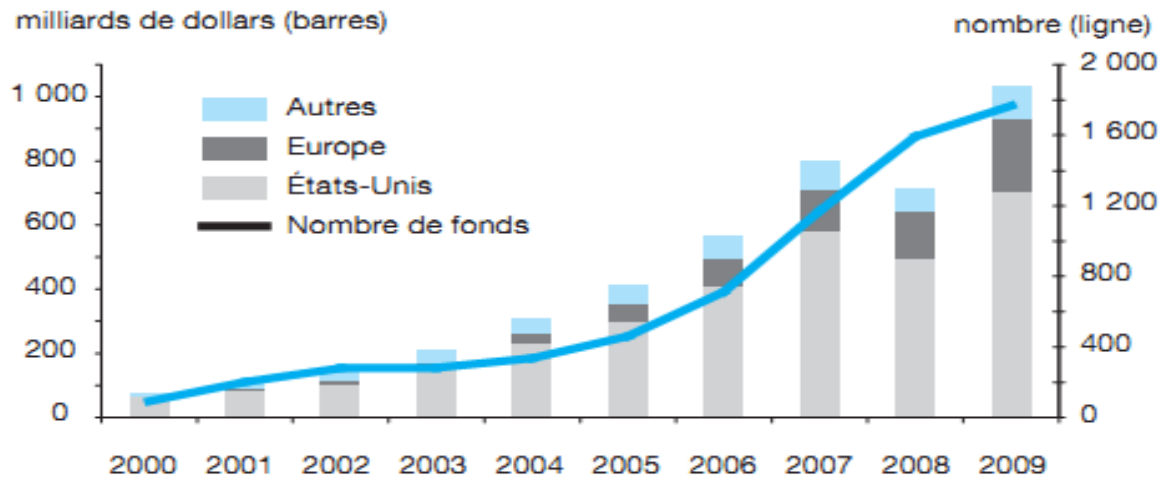
### 2-2-1 أشكال صناديق المؤشرات المتداولة:

يوجد نوعان من صناديق مؤشرات المتداولة أولها صناديق الأساس النقدي و ثانيها صناديق تبادل العائد.

#### أولاً: صناديق الأساس النقدي:

تقوم هذه الصناديق بالشراء من جميع الأسهم المكونة لمؤشر معين و الاحتفاظ بها كأصول وهو ما يعرف بعملية التكرار الكامل للمؤشر. و في حالة المؤشرات ذات القاعدة العريضة من الأسهم تلجأ صناديق الأساس النقدي إلى الاحتفاظ بمجموعة

الشكل رقم (2) : تطور عدد صناديق المؤشرات المتبادلة ETF



Sources : TheCityUK.

(1)- صناديق الاستثمار، هيئة سوق المال السعودية، الإصدار الثالث.

---

أصغر من الأسهم المكونة للمؤشر المعني بما يعكس الأداء الكلي للمؤشر بشكل أكثر دقة .

كما تسمح صناديق الأساس النقدي لأكثر من وكيل بإصدار واسترداد و حداتها حيث أنه بإمكان الوكلاء جلب الأسهم مباشرة إلى الصندوق و من ثم فإن هذا النوع من الصناديق يتناسب مع متطلبات صناع السوق و هو ما يدعم عامل المنافسة .

### ثانياً: صناديق تبادل العائد:

تنطوي هذه الصناديق على درجة اكبر من المخاطر مقارنة بصناديق الأساس النقدي حيث تلجأ هذه الصناديق إلى مبادلة العائد الإجمالي من خلال قيام طرفين بتبادل العوائد الكلية لمحفظتيهما

و ذلك بدلا من الاحتفاظ بالأسهم كما هو الحال بالنسبة لصناديق الأساس النقدي

### 1-2-3) مزايا الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة:

يؤدي الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة إلى توسيع قاعدة السوق و إعطاء مرونة اكبر للمستثمرين الأجانب نظرا لاختلاف معدلات الضريبة على التوزيعات و الضرائب على الأرباح الرأسمالية من دولة لأخرى و هذا من أجل رفع كامل المنافسة.

و كما أن هناك فروقا جوهرية بين صناديق ETF و الصناديق الأخرى يمكن ذكر منها :

- سهولة تداولها بدون اشتراك بالصندوق.
- يمكن شراء و بيع وحدات ETF بسرعة والحصول على السيولة النقدية من السوق و لا داعي للرجوع إلى مدير الصندوق.
- التعرف على سعر وحدات ETF لحظة بلحظة من سوق المال و لا يجب الانتظار لأيام كما في الصناديق الأخرى.

- تتميز بانخفاض تكلفتها فلا داعي لأن تدفع لمدير الصندوق رسوم إدارة على الصندوق.

- تجمع صناديق المؤشرات المتداولة مميزات كل من صناديق الاستثمار ، الشركة و الأسهم.

### جدول رقم (1): معدلات الضريبة في بعض الأسواق العالمية.

الدولة	ضريبة الأرباح الرأسمالية	ضريبة التوزيعات
الصين	% 10	% 20
الهند	% 15	% 15
أمريكا	% 15	% 15
إنجلترا	% 18	% 10
اليابان	% 25	% 20
السعودية	لا يوجد	% 5

المصدر: مركز الدراسات والبحوث (السعودية)

### جدول رقم (2) مقارنة بين صناديق ETF ووسائل الاستثمار الأخرى .

الخصائص	صناديق المؤشرات	صناديق أخرى	الأسهم
التنوع	متوافر	متوافر	غير متوافر
التداول خلال اليوم	متوافر	غير متوافر	متوافر
إمكانية تتبع المؤشر	متوافر	متوافر	غير متوافر
رسوم ضخمة	متوافر	في بعض الأحوال	ليس عامل محدد
إمكانية شرائها أو بيعها لدى أي شركة سمسة	متوافر	غير متوافر	متوافر

المصدر: مركز الدراسات والبحوث (السعودية)

### 3-1- صناديق السندات :

و تقتصر هذه الصناديق على السندات فقط<sup>(1)</sup> ، حيث أن المشتركين في هذه الصناديق يحاولون الابتعاد عن المخاطرة و يرغبون في تحقيق عائد ثابت محدد مسبقا إلا أن هذه العوائد تكون متدنية في العادة بما لا يحقق طموح الاستثمار و هذا ما لا يغري المستثمرين على الاكتتاب في وثائق استثمار الصندوق<sup>(2)</sup>.

و في هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال و بعض السندات التي تصدرها الحكومة .

كذلك توجد الصناديق المختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة و تتباين معها المخاطر و العائد المتولد بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين متفاوتة من حيث الرغبة و القدرة على تحمل المخاطر.

و لا يقتصر الأمر على تلك الصناديق ، فهناك كذلك الصناديق التي تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومة المحلية كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية و تتميز تلك الصناديق بان عائدها معفى من الضريبة كما قد تتيح إدارة الصندوق للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري، هذا و يبلغ الحد الأدنى للاستثمار في مثل هذه الصناديق 5000 دولار<sup>(3)</sup>.

---

(1)- زينب السيد ، ماهية صناديق الاستثمار و إدارتها في المملكة العربية السعودية ضمن مجلة الإدارة العامة ، العدد الأول ، ص 90 .

(2)- د. عطية صقر ، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر ، ص75

(3)- منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة كبار و صغار المستثمرين ، مرجع سبق ذكره ، ص 35 .

## 1-4- الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه النوعية من الصناديق على خليط من الأوراق المالية ( أسهم ، سندات ) و هي تهدف إلى تحقيق كل من الزيادة في الرأسمالية في قيمة الصندوق و ضمان تحقيق دخل محدد.

و تختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه ، فإذا كان هدف الصندوق تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة فانه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة بالأوراق المالية الأخرى التي يتضمنها الصندوق بينما إذا كان الهدف الأساسي من الصندوق تدنية المخاطر فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات<sup>(1)</sup>.

كذلك فانه يمكن لهذا النوع من الصناديق أن يستهدف تحقيق التوازن بين الأوراق المالية بحيث لا تحتل أوراق مالية معينة وزنا أكبر في تكوينها من أوراق مالية أخرى .

أي أنها لا تعمل على تحقيق التناسب بين مكونات الصندوق من الأوراق المالية رغم أن هذا التوازن أو التناسب يصعب الوصول إليه و تحقيقه في الواقع بصورة مستمرة إذ قد يزداد وزن بعض هذه الأوراق المالية في تشكيلة استثمار هذه الصناديق و يقل وزن بعضها الآخر و يعتمد عمل هذه الصناديق على الأخذ في الاعتبار السيولة و المخاطر و العائد الذي يمكن تحقيقه من وراء التشكيلة<sup>(2)</sup>.

---

(1)- د. عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا قص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2005 ، ص 148 .

(2)- د. فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ذكره ، ص 149،150

## **5-1- صناديق سوق النقد:**

نقصد بصناديق سوق النقد تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال المؤسسات المالية المصرفية.

إضافة إلى أن بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق و من أمثلتها ( أي الأوراق المالية قصيرة الأجل ) : أدونات الخزنة ، و شهادات الإيداع أو الاستثمار و الكمبيالات المصرفية.

و من مميزات هذه الصناديق أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة و الأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية .

فالصناديق تتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة ، كما أنها أوراق صادرة عن الحكومات أو المؤسسات المالية و هي جهات تأتي الأوراق المالية الصادرة عنها في مقدمة الأوراق المالية مرتفعة الجودة<sup>(1)</sup> .

## **2- تصنيف صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة :**

يمكن لصناديق الاستثمار أن تحدد أهدافها بطريقة تجذب فئة معينة من المستثمرين و في هذا المجال نميز بين أربعة أهداف رئيسية :

### **1-2- صناديق النمو:**

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق<sup>(2)</sup> و هي تلاءم المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على عائد مرتفع مع تحمل درجة مخاطرة متوسطة.

---

(1)- د. منير إبراهيم هندي - صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المستثمرين - مرجع سبق ذكره ص36 .

(2)- د- فليح حسن خلف - الأسواق المالية النقدية - مرجع سبق ذكره ص 152.

---

و عادة ما تتكون هذه الصناديق من أسهم شركات يتوقع لها النمو نسبة أعلى من المتوسط و يركز القائمون على هذا النوع من الصناديق كذلك في الحصول على ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم و نوع قليل من الاهتمام في الحصول على الأرباح الموزعة<sup>(1)</sup>.

## **2-2- صناديق الدخل:**

تتناسب هذه الصناديق مع أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات و على أسهم لمنشآت كبيرة و مستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المحصلة ، و مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لضريبة صغيرة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق.

## **2-3- صناديق الدخل و النمو:**

يهتم هذا النوع من الصناديق بأولئك المستثمرين الذين يحاولون تغطية أعباء معيشتهم بجزء من عائد استثماراتهم و في نفس الوقت يرغبون في تحقيق قدر من النمو في استثماراتهم .

ومثل هذا النوع من الصناديق عادة ما يتكون من تشكيلة من الأسهم العادية و الأوراق المالية ذات الدخل الثابت لكن عادة ما تشكل الأسهم العادية الجزء الأكبر من التشكيلة و قد نصادف في هذا الشأن صناديق تعطي أولوية أكبر للدخل أو العكس أي تعطي أولوية للنمو .

---

(1) - Bodie . Z , Kane , A & Marcus , A – Investment. O P. cit .P 112

## 4-2- صناديق إدارة الضريبة:

في هذا النوع من الصناديق لا يتم إجراء توزيعات على المستثمرين بل يتم إعادة استثمار ما ينتج من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها و هنا لا يتم دفع الضريبة لان المستثمر لم يحصل على توزيعات نقدا لأن الضريبة تستحق عند بيع الأسهم.

هذا النوع من الصناديق يلاءم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى وقت لاحق كما يلاءم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على ربح الإيرادات اكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

## 5-2- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

هي نوع من الصناديق التي يمكن لها أن تلبي احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم و آخرون يهدفون إلى تحقيق نمو لاستثماراتهم.

و لتلبية تلك الأهداف يقوم الصندوق بإصدار أسهم دخل و أسهم نمو أي أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية و عادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية .

أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشتري بها أوراق مالية تدر عائدا دوريا مرتفعا في حين تستخدم حصيلة أسهم النمو في شراء أسهم شركات عرف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح .

و تستخدم حصيلة بيع الأسهم المصدرة مناصفة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل و سمة النمو .



---

### **3- تصنيف صناديق الاستثمار وفقا للموقع الجغرافي :**

قد تصنف أيضا صناديق الاستثمار وفقا للموقع الجغرافي المراد الاستثمار فيه، ونجد في هذا الشأن ثلاثة أنواع من الصناديق هي كالتالي : الصناديق العالمية ، الصناديق المحلية ، الصناديق الإقليمية .

#### **3-1- الصناديق العالمية:**

و هي تلك الصناديق التي تستثمر في أوراق مالية أجنبية، أي تكون تشكيلتها من سلة من الأوراق المالية الأجنبية و يتأثر العائد لمكونات هذه السلة أو المحفظة بأسعار و تغيرات الأسهم الأجنبية بالإضافة إلى التغير في أسعار الصرف للعملات الأجنبية وكذلك التغير في أسعار الفائدة .

#### **3-2- الصناديق المحلية:**

و هي صناديق تتخصص في الاستثمار في أوراق مالية لبلد معين، وما تجدر الإشارة إليه انه يمكن لهذا النوع من الصناديق أن يحقق عائدا أكبر من النوع الأول، وهذا ما حصل في تركيا حيث حقق صندوق الاستثمار التركي أعلى عائد من بين صناديق الاستثمار ، أي حوالي 60 % خلال السنة المالية 1993 علما أن خمسة صناديق محلية أخرى في بلدان أخرى كان انجازها يعد ضمن أسوأ عشرة صناديق خلال نفس الفترة.

#### **3-3- الصناديق الإقليمية:**

و هي تلك الصناديق التي تتخصص في الاستثمار في منطقة معينة من العالم أو في سوق معين من العالم<sup>(1)</sup> .

---

(1) – Jain . A- International Financial Markets and Institutions- Kolb Publishing Company – 1994 – P 193.

---

## المطلب الخامس: مزايا و مخاطر الاستثمار فى صناديق الاستثمار.

تتميز صناديق الاستثمار ببعض الميزات الأساسية التي لا تتوفر في غيرها من باقي طرق الاستثمار و هذا ما يجعلها محل طلب في مجال الاستثمار إلا انه لا يمكن القول أنها تخلو من المخاطرة ، فكل استثمار لابد و أن يحتوي على جزء من المخاطرة. و بداية نقوم بالتطرق إلى المميزات لهذه الصناديق ثم إلى مخاطر الاستثمار فيها .

### 1- مزايا صناديق الاستثمار :

كما و ثم الإشارة إليه فان لصناديق الاستثمار بعض الميزات الخاصة و التي تتمثل في الاستفادة بخبرات و مهارات الإدارة المحترفة ، و تخفيض المخاطر نتيجة التنوع و توفير قدر ملائم من المرونة.

### 1-1- الإدارة المتخصصة و الخبرة:

يتم إدارة صناديق الاستثمار من خلال أجهزة متخصصة ( مدير الاستثمار)<sup>(1)</sup>، حيث تمتلك هذه الهيئة أو الجهاز كادرا إداريا متخصصا في تحليل الأوراق المالية و إدارة المحافظ الاستثمارية

و التي تعمل على الوصول إلى نتائج استثمارية جيدة لمستثمريها ، حيث يستطيع المستثمر الحصول على خدمات المدير الاستثماري بتكلفة اقل بكثير مما لو أراد تعيين مدير خاص به لإدارة محفظته الاستثمارية<sup>(2)</sup>.

بل إن قيام إدارة محترفة بالمهام المشار إليها من شأنه أن يحقق معدل عائد مرتفع عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادي في حالة قيامه باستثمار أمواله بنفسه .  
فشركة الاستثمار عادة ما تقوم باستخدام مستشارين استثماريين محترفين و باحثين متميزين بما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالي من الكفاءة<sup>(3)</sup>.

---

(1)- نهال فريد مصطفى ، الأسواق و المؤسسات المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 223 .

(2) –Bodie . Z . Kane . A & Marcus . A –Investments .op . cit . P 108.

(3)- د- منير إبراهيم هندی - إدارة الأسواق و المنشآت المالية – مرجع سبق ذكره ص351

---

## **2-1- التنوع الكفاء و التركيز:**

تعد القدرة على تنويع التشكيلة داخل صندوق الاستثمار من أهم الميزات التي تقدمه شركات الاستثمار ، حيث يمكن لهذا التنويع أن يسهم في تخفيض المخاطرة التي يتعرض لها مستثمروها.

إذ ليس في مقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة و العائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم لذلك فان صناديق الاستثمار توفر الفرصة في الاستفادة من محاسن التنويع حتى عند مستوى متدني من المدخرات الفردية و تؤدي عملية التنويع المذكورة إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد و حماية رأس المال.

## **3-1- المرونة و الملائمة:**

في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر و ذلك في مقابل رسوم ضئيلة ، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية . كذلك فان هذا النوع من الشركات تكون مستعدة لاستعادة أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها جزئيا أو كليا.

## **4-1- تنشيط حركة أسواق رأس المال:**

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة أسواق رأس المال خاصة في العالم الثالث حيث أن هناك حاجة ماسة داخل هذه الأسواق إلى أدوات استثمارية تكون دافعا من وراء تنشيط حركتها و هنا نبرز أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المتحصلين في هذه البلدان<sup>(1)</sup>.

---

(1)- د- عبد الغفار حنفي - أسواق المال و تمويل المشروعات - مرجع سبق ذكره ، ص

## **2- مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار :**

كما هو شأن العديد من الأنشطة الاستثمارية القائمة المختلفة فإن الاستثمار في صناديق الاستثمار يتضمن بطبيعته إمكانية التعرض لمخاطر الاستثمار المتعارف عليها والمتصلة أساسا بأحوال عدم التأكد التي تحيط بالعملية الاستثمارية. و أن قرار الاستثمار في صندوق معين يعني مباشرة قبول علاقة معينة بين العائد المتوقع و درجة المخاطرة و التي تختلف عمليا بين صندوق و آخر فعلى سبيل المثال هناك مخاطر السوق و أسعار الفائدة و التضخم التي يمكن أن تؤثر على أداء صناديق الاستثمار<sup>(1)</sup>.

### **2-1- خطر التضخم:**

إن أكثر الاستثمارات تأثرا بالتضخم هي تلك الاستثمارات القائمة على إيداع الأموال في البنوك و حسابات التوفير و خطر التضخم لا يحيط بهذه الأخيرة فقط بل يهاجم أيضا بشدة أغلب الاستثمارات خاصة في الأسهم و السندات لأن البنوك المركزية تعتمد عادة إلى رفع معدل الفائدة لكبح جماح التضخم الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم و السندات خاصة طويلة الأجل.

### **2-2- خطر الركود الاقتصادي:**

و هو الخطر النابع من الأوضاع الاقتصادية في البلد الذي يود المستثمر تنظيف أمواله فيه وخطر الركود لا يصيب فقط الاستثمار في الأسهم بل يتعداه أيضا للاستثمار في السندات التي لا تتمتع عادة بدرجة عالية من الجودة لذا يطلق عليها عادة بلغة البورصة " سندات الخردة " التي يقبل عليها الناس لأنها تدر عائدا أكبر من ذلك الخاص بالسندات الحكومية.

إن سعر هذه السندات ينهار عادة خلال فترة الركود الاقتصادي لأن أغلب الشركات المصدرة لسندات الخردة لا تتمكن من دفع الفوائد المترتبة عليها ، وقد تتوقف عن دفع

---

(1)- د. سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الاستثمار الأوراق - مرجع سبق ذكره ، ص 49.

---

القيمة الاسمية لها لدى حلول أجلها بسبب الضائقة المالية التي تحل بها أثناء فترات الركود العصبية.

### **2-3- خطر ارتفاع أسعار الفائدة:**

يعد ارتفاع معدلات الفوائد سواء القصيرة الأجل أو طويلة الأجل من ألد أعداء الاستثمار في الأسهم و السندات.

### **2-4- أخطار السوق:** تتأثر أسعار الأسهم ككل في السوق الواحدة بعوامل كثيرة

منها:

\* نفسية المستثمرين نتيجة للمناخ الاقتصادي.

\* الأحداث السياسية المحلية و العالمية.

\* الأحداث العسكرية المحلية و العالمية.

بالإضافة إلى أن انتشار وسائل الإعلام و تلاحم الأسواق عالميا جعلها تتأثر ببعضها البعض الأمر الذي ينتج عنه صعود غالبية الأسهم أو هبوطها في هذه الأسواق في آن واحد.

### **2-5- الأخطار الخاصة:**

و نعني بها تلك التي تتعرض لها شركة معينة أو مجموعة من الشركات التابعة لقطاع صناعي معين نورد فيما يلي أمثلة عديدة عن هذه المخاطر:

\* عندما تصاب أية شركة بخسارة مالية لسوء إدارتها أو لانحصر مبيعاتها أو لشدة المنافسة لمنتجاتها التي تجبرها على تخفيض أسعارها أئذاك ينخفض سعر سهم هذه الشركة فقط دون أن يؤثر ذلك على أسعار أسهم الشركات الأخرى في القطاع نفسه أو في السوق.

لذا يمكن القول أن أية أزمة مالية تمر بها أية شركة تشكل خطرا خاصا بها لا يمتد لغيرها.

\* يرتبط نجاح بعض الشركات بشخص معين يكون عادة مؤسسها و مالكا لجزء أكبر من أسهمها .

---

\* عندما يستثمر المرء بأسهم شركة مثقلة بالديون يكون استثماره عرضة لخطر خاص يهدد هذه الشركة بالإفلاس و استثماره بالضياع.

### **3- التنوع للحماية من مخاطر الاستثمار:**

ظهرت فكرة التنوع في الاستثمار كوسيلة لحماية المستثمرين من الأخطار السابقة الذكر حيث تعرف هذه العملية بعملية " مزج الأصول " و هذه الإستراتيجية يطبقها بالدرجة الأولى عدد من مديري صناديق الاستثمار و التقاعد التي تضم عادة مبالغ مالية ضخمة جدا .

و تقوم هذه الإستراتيجية على توزيع الأموال المراد استثمارها على عدة وسائل استثمارية بنسب مختلفة من بين هذه الوسائل هناك ما هو تقليدي و منتشر عالميا كالاستثمار في الأسهم المحلية و العالمية على اختلاف أنواعها و السندات طويلة الأجل ، المعادن الثمينة ، العقارات ... الخ .

و منها ما هو خاص و يقتصر على فئات قليلة من المستثمرين كالاستثمار في التحف والأعمال الفنية ، و غيرها.

إن للتنوع درجات أولها أن يستثمر المرء مثلا في نوع واحد من الاستثمارات كالأسهم مثلا ، لكن دون أن يركز استثماره في سهم شركة واحدة بل يقوم بتوزيعها على عدد من أسهم الشركات.

### **3-1- نسب تنوع مقترحة في محفظة الاستثمار:**

إن أغلب خبراء الاستثمار يكتفون مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية بالتنوع التالي<sup>(1)</sup>:

- أسهم محلية - أسهم أجنبية - سندات طويلة الأجل .

- معادن ثمينة - عقارات - نقد.

---

(1)- د. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، أسهم -

سندات ، أوراق مالية ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن ، 2006 ،

---

و قد بدأت بعض صناديق الاستثمار بإضافة نوع آخر من الاستثمار و هو الاستثمار في التجارة الآجلة كإحدى وسائل التنوع ، وتجدر الإشارة إلى أن التجارة الآجلة للسلع لا تناسب المستثمرين المحافظين لما تتميز به من درجة كبيرة من الخطورة.

## المطلب السادس: السياسات الاستثمارية و العوامل المؤثرة على كفاءة

### صناديق الاستثمار

يمكن لصناديق الاستثمار أن تتبع عدة سياسات استثمارية و تتحدد هذه السياسات وفق رغبات المستثمرين و درجة ميولهم إلى المخاطرة من عدمها<sup>(1)</sup> لأن هذه السياسة الاستثمارية المتبعة من طرف هذه الصناديق تتحدد وفق مكونات الصندوق و بالتالي نستطيع تحديد سياسة الصندوق بمجرد النظر إلى مكونات تشكيلته وفي المقابل فإن إتباع احد هذه السياسات يتولد عنه عوامل تؤثر على كفاءة صناديق الاستثمار.

### 1- السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

#### 1-1- السياسة الاستثمارية الدفاعية أو المتحفظة:

تميل إلى هذا النوع من السياسة تلك الصناديق الاستثمارية التي تضم مجموعة من المستثمرين غير المستعدين للمجازفة و تحمل المخاطر الكبيرة لذلك فإن هذه الصناديق تحاول التركيز على جانب الأمان و السيولة و في الغالب ما تستثمر هذه الصناديق في السندات و الأسهم الممتازة لأنها تتضمن عائدا محددًا أي دخلها ثابت و مضمون نسبة معينة و خاصة تلك التي تصدرها جهات أو منشآت ناجحة و مستقرة و راسخة في النشاط الاقتصادي بالإضافة إلى الأدوات المالية الحكومية كسندات الخزنة.

#### 1-2- السياسة الاستثمارية الهجومية:

على عكس السياسة الأولى فإن هذا النوع من السياسة نجدها في الصناديق التي تميل إلى المخاطرة من أجل تحقيق أرباح أكبر و هذا بديهي فكلما زادت درجة المخاطرة

---

(1)- منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين ، مرجع سبق ذكره ، ص 82.

زاد العائد المتولد من الاستثمار و بالتالي فهذا النوع من الصناديق يركز على تحقيق عائد نتيجة تغيرات أسعار الأوراق المالية التي يتم الاستثمار فيها. و في الغالب يتم الاستثمار في إطار هذه السياسة في الأسهم العادية حيث يتم شراء الأسهم في فترات الركود و الانكماش إذ تنخفض أسعارها من أجل بيعها عندما ترتفع أسعارها في أوقات الانتعاش الاقتصادي و بذلك تحصل هذه الصناديق على الأرباح نتيجة التغيرات في هذه الأسعار و بالذات عندما تكون السوق غير مستقرة . و بالتالي فان السياسة الهجومية يمكن أن تتبعها صناديق الاستثمار التي تهدف إلى تحقيق أرباح كبيرة و بالتالي يمكن لها أن تتحمل درجة مخاطرة كبيرة أيضا و هي عرضة للربح و تحقيق عوائد كبيرة كما هي في نفس الوقت عرضة للخسارة بدرجة لا تقل عن مقدار الأرباح .

### **1-3- السياسة المتوازنة:**

يمكن القول أن هذا النوع من السياسة هي مزيج من السياستين السابقتين و بموجبها تقوم صناديق الاستثمار التي تتبع هذا النوع من السياسة بتحقيق قدر مقبول من التناسب و التوازن بين الأمان أي عدم المخاطرة و بين المخاطرة و المجازفة بالشكل الذي تحقق به قدر مقبول و مناسب من لأرباح. و لذلك فان هذا النوع من الصناديق تحاول التنوع من تشكيلتها من الأوراق المالية التي تستثمر أموالها فيها بحيث تتكون محافظتها الاستثمارية من أسهم عادية و أسهم ممتازة و سندات قصيرة الأجل و أخرى متوسطة و طويلة الأجل.

أي بصورة يتحقق من خلالها التوازن و التناسب في استثمارات الصندوق رغم أنه يمكن القول أن تطبيق هذا التوازن في الواقع العملي قد يكون جد صعب.

### **2- العوامل التي تؤثر على كفاءة عمل صناديق الاستثمار:**

في الواقع العملي توجد العديد من العوامل التي يمكن لها أن تؤثر على كفاءة عمل صناديق الاستثمار أو الحد منها نذكر منها:

### **1-2- التنوع في استثمارات الصندوق:**



---

يمكن أن يؤدي التنويع في استثمارات الصندوق إلي تحمل تكاليف بنفس المقدار المرغوب فيه بتحقيق الربح و هذا ما يمكن له أن يحد من كفاءة عمل صناديق الاستثمار و بالتالي على صندوق الاستثمار أن يتفطن لعملية التنويع. ففي الحالات التي تؤدي فيها عملية التنويع إلى تحقيق عائد أكبر من التكاليف المترتبة على عملية التنويع يمكن قبول هذه العملية، أما في الحالات التي تكون فيها عملية التنويع مكلفة اكبر من تحقيق العائد فلا يجب المباشرة فيها رغم أن التنويع يعتبر ضروريا لتدنية درجة المخاطرة.

## **2-2- تكاليف الإدارة و الدراسات:**

إن بعض صناديق الاستثمار يمكن لها أن تتحمل تكاليف كبيرة تتعلق بالادارة و الدراسات و تكاليف المتخصصين و العاملين فيها بصورة لا يتحقق معها نفس القدر من العائد أو أن العائد المتولد عنها لا يغطي هذه التكاليف الأمر الذي يعني كلفة أكبر بعائد اقل .

و بالتالي تنخفض كفاءة أداء صناديق الاستثمار و العلاقة التي يجب أن تكون التكاليف أقل بما يضمن نجاعة هذه الصناديق في تحقيق العوائد الكبيرة و لا بأس في الحالات التي تكون فيها التكاليف كبيرة لكن العوائد تكون أكبر.

## **2-3- حجم الصندوق:**

يمكن أن يقود الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف و من ثم انخفاض الكفاءة في أداء الصندوق لعمله و بالذات عندما ينخفض حجم الصندوق عن حد معين بحيث ترتفع معه حصة الوحدة التي يتم الاستثمار فيها من التكاليف و بالذات الثابتة منها بسبب صغر حجم الصندوق.

و كذلك يمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزداد حجم الصندوق عن حد معين و الذي تنخفض فيه متوسط التكاليف أي تكاليف حصة الوحدة التي يتم الاستثمار فيها إلى أدنى حد لها بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم العين أي الحجم الأمثل.

و ترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده و لهذا فإن إدارة الصندوق الكفوء أن تختار حجم للصندوق بحيث يتحقق معه أعلى عائد ممكن بأقل تكلفة ممكنة و بذلك تتحقق الكفاءة في أداء الصندوق .

#### **4-2- القدرة على التنبؤ :**

و يقصد بها قدرة إدارة الصندوق على القيام بالتوقعات و أن تكون هذه التوقعات دقيقة و صائبة و بالذات عندما يتم الاستناد فيها على دراسة كافة الجوانب ذات الصلة بعمل الصندوق .

والتي يمكن أن تؤثر على تكاليفه أو عوائده سواء يصل الأمر بدراسة الحالة الاقتصادية العامة أي حالة النشاط الاقتصادي و التي يؤثرها الناتج و الدخل القومي و السياسات الاقتصادية ذات العلاقة بعمل هذه الصناديق و أوضاع المشروعات التي يتم استثمار الأوراق المالية فيها حتى تتحقق هذه التوقعات و بدرجة يمكن معها تحقيق الصندوق لعوائد أكبر و تكاليف أقل و بالتالي كفاءة أداء أعلى و يحصل العكس عندما لا تتوفر القدرة لهذه الصناديق على التنبؤ الدقيق و الصائب.

#### **5-2- اختيار البدائل الاستثمارية:**

تعتمد كفاءة صناديق الاستثمار في عملها على دقة و حسن اختيار البدائل الاستثمارية التي يقدم الصندوق بالاستثمار فيها من بين البدائل العديدة المتاحة للاستثمار في السوق و بحيث يتم التوجه نحو الاستثمار في البدائل الاستثمارية التي يتم من خلالها تحقيق أعلى عائد ممكن و الابتعاد عن اختيار البدائل التي لا تحقق ذلك أي عدم التوجه نحو الاستثمار في البدائل التي يقل فيها العائد .

و ترتفع التكلفة و بالتالي تنخفض الكفاءة عند التوجه نحو اختيارها من أجل الاستثمار فيها إضافة إلى حسن اختيار الوقت الذي يتم فيه الاستثمار بحيث تحقق معه الكفاءة.

#### **6-2- مدى تكرار عمليات التعامل:**

يؤثر التكرار غير الضروري في التعامل بالأوراق المالية على التكاليف التي يتحملها الصندوق في عملياته ، ذلك لأن تكرار البيع و الشراء غير الضروري و غير المناسب يمكن أن يرفع تكاليف عمليات الاستثمار نتيجة العمولات و المصاريف التي تحملها

---

بصورة متكررة عندما تتكرر هذه التعاملات و هذا الأمر يؤدي إلى ارتفاع التكاليف و بالتالي انخفاض كفاءة الصناديق في أداء عملها<sup>(1)</sup>.

---

(1)- د.فليح حسن خلف ،الأسواق المالية النقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 163

## المبحث الثالث: تقييم صناديق الاستثمار ودور مؤسسات الوساطة المالية في تفعيل أدائها

تعد عملية تقييم صناديق الاستثمار من بين أهم العمليات التي تساعد المستثمر على معرفة مدى نجاعة استثماره من عدمه في نوع من صناديق الاستثمار على نوع آخر.

كما أن هذه العملية تتيح للمستثمر التخيير في أي نوع من الاستثمارات يمكن له أن يحقق عائد أكبر ولو على الأقل التنبؤ بهذا العائد.

و سوف نقوم في هذا المبحث بتقديم مختلف الأساليب المستعملة في تقييم أداء صناديق الاستثمار بالإضافة إلى دور مؤسسات الوساطة المالية في تفعيل عمل هذه الصناديق.

### المطلب الأول: الأساليب المستعملة في قياس الأداء .

يمكن قياس أداء أي صندوق استثماري من خلال بياناته و قوائمه المالية التي تنشر دوريا .

و إن الاختلاف الرئيسي من صندوق لآخر هو شكل العلاقة بين العائد والخطر الذي هو أحد أركان النشاط الاستثماري<sup>(1)</sup> ، و يمكن التمييز بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الاستثمار وهما: الأسلوب البسيط و الأسلوب المزدوج<sup>(2)</sup>.

#### 1- الأسلوب البسيط :

تقوم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بنشر قيمة الأصل الصافية و كذا الأرباح الإرادية و الرأسمالية الموزعة ، وهذا لكل صندوق على حدا و تعتبر هذه المعلومات

---

(1)- د. محمد شاكر- ندوة في المحافظ و الصناديق الاستثمارية، تكوينها و إدارتها ، هيئة الأوراق المالية دولة الإمارات العربية المتحدة ، ص 29 .

(2)- د. منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المدخرين ، مرجع سبق

كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط و مفيد هو معدل العائد على الاستثمار و الموضح في المعادلة التالية :

$$م = \frac{ق + (ق - 1) ي + ر}{ق}$$

حيث:

ق: قيمة الأصل في بداية الفترة.

1ق: قيمة الأصل في بداية الفترة.

ي: الأرباح الإرادية الموزعة خلال الفترة .

ر: الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة.

مثال: نفترض أن قيمة الأصل الصافية في بداية فترة ما كانت 40 دولار ثم ارتفعت في نهاية الفترة إلى 40,1 دولار.

و نفترض كذلك أن نصيب السهم من الأرباح الإرادية و الرأسمالية هما 0,5 و 0,7 دولار على التوالي :

يتم حساب معدل العائد كما يلي:

$$م = \frac{0,7 + 0,5 + (40 + 40,1)}{40} = 1,45\%$$

و يتمثل هذا المعدل مقياسا للحكم على أداء الصندوق في الفترة محل التحليل و لكنه لا يمثل العائد الذي حققه المستثمر، لأن المستثمر قد يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للأسهم مثلا .

و لكي يتم حساب معدل العائد للمستثمرين في هذه الحالة يتم إضافة هذه المصروفات إلى قيمة الأصل الأولية ويتم حساب المعدل كما في المعادلة السابقة.

---

و على المستثمر أن يقوم بمقارنة معدل العائد على الاستثمار الذي حققه في هذا الصندوق مع معدل العائد على الاستثمار في صناديق أخرى مماثلة و بالتالي يتبين له أي صندوق يحقق له عائد أكبر.

## 2 - الأسلوب المزدوج:

إن العيب الذي يشوب الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار هو تركيزه على العائد دون مراعاة المخاطر و لا يمكن تقييم صناديق الاستثمار على حقيقتها دون الأخذ بالحسبان درجة المخاطرة .

و لتجنب هذا العيب اقترحت بدائل أخرى لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار وهي بدائل تأخذ في الحسبان كل من العائد و المخاطر ، لهذا أطلق عليها الأسلوب المزدوج.  
و من أهمها مقياس شارب و مقياس ترينور

### 2-1- مقياس شارب:

قدم وليم شارب مؤشرا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية و الذي ينطبق على صناديق الاستثمار يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (المخاطر) (R/V) و الذي توضحه المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{مؤشر شارب} = \frac{J - \tau}{\gamma}$$

حيث :

ط: تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار.

ل: تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

Y: تمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار.

---

(1)-Sharpe, William F, « the Sharpe ratio », journal of portfolio management

مثال: نفرض وجود صندوقين للاستثمار هما: أ و ب كما يظهر في الجدول التالي خلال 4 سنوات:

السنة	عائد الصندوق (أ)	عائد الصندوق (ب)
1	% 8	% 10
2	% 13	% 9
3	% 15	% 11
4	% 12	% 14

و بفرض أن معدل العائد السنوي لأذونات الخزينة 8%.

المطلوب: حساب قيمة مؤشر شارب؟

الحل:

1- متوسط معدل العائد:

$$\%12 = \frac{\%12 + \%15 + \%13 + \%8}{4} = \text{ط أ}$$

$$\%11 = \frac{\%14 + \%11 + \%9 + \%10}{4} = \text{ط ب}$$

2- الانحراف المعياري لمعدل العائد:

$$\gamma_i = \sqrt{\sum_{j=1}^n \frac{(e_j - \bar{e})^2}{n-1}}$$

$$\gamma_i = \sqrt{\frac{(8\% - 12\%)^2 + (13\% - 12\%)^2 + (15\% - 12\%)^2 + (12\% - 12\%)^2}{4 - 1}} = 2,95$$

$$\gamma_r = \sqrt{\frac{(10\% - 11\%)^2 + (9\% - 11\%)^2 + (11\% - 11\%)^2 + (14\% - 11\%)^2}{4 - 1}} = 2,16$$

$$\frac{\text{ط} - \text{ل}}{\gamma} = \text{مؤشر شارب للصندوق الأول } i$$

$$1,69 = \frac{\%7 - \%12}{2,95} =$$

$$1,85 = \frac{\%17 - \%11}{2,16} = \text{مؤشر شارب للصندوق الثاني ب}$$

انطلاقاً من النتائج يمكن القول أن المؤشر الثاني أحسن من الأول و زيادة للمؤشر على الثاني يعني أداء أفضل و بالتالي يمكن القول أن الصندوق الثاني أحسن أداء من الصندوق الأول.

## **2-2- مقياس ترينور:**

يقوم مقياس ترينور على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع الساذج أو البسيط أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة



و يقصد بالتنوع الساذج : تشكيل محفظة من الأوراق المالية مختارة بصفة عشوائية و يقضي القياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير إلى هذا الحد فإنه يمكن الادعاء بأن للإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة .

بعبارة أخرى ينبغي أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار في معامل B و ليس في الانحراف المعياري و المعادلة التالية توضح كيفية قياس أداء صناديق الاستثمار.

$$\frac{J - \text{ط}}{\beta} = \text{قيمة مؤشر ترينور}$$

حيث B معامل تشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق .  
مثال: بفرض معطيات المثال السابق و أن معامل بيتا للصندوق =5 و معامل بيتا للصندوق

$$B = 2 \text{ أي: } B = 5 \text{ و } B = 2$$

المطلوب: احسب مؤشر ترينور؟

الحل:

$$\frac{J - \text{ط}}{\beta_i} = \text{مؤشر ترينور للصندوق الأول (أ)}$$

$$1 = \frac{\%7 - \%12}{\%5} =$$

---

$$\frac{\text{ط} - \text{ل}}{\beta_{\text{ب}}} = \text{مؤشر ترينور للصندوق الثاني (ب)}$$

$$2 = \frac{\%7 - \%11}{\%2} =$$

نلاحظ أن مؤشر ترينور للصندوق الثاني أفضل من الصندوق الأول لأن زيادة المؤشر تعني أداء أفضل.

### المطلب الثاني: دور البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار.

تعتبر البنوك اليوم من المؤسسات المالية الهامة في مجال تأسيس صناديق الاستثمار بل إن نمو و تطور و ازدياد عدد صناديق الاستثمار اليوم يرجع سببه إلى البنوك .

حيث اهتمت البنوك في الخارج و خاصة الأمريكية و الأوروبية بصناديق الاستثمار نظرا للإيرادات المتحققة من عوائد الخدمات، و ترى معظم البنوك الأمريكية أن صناديق الاستثمار تمثل اليوم واحدا من أهم مصادر الخدمات المصرفية التي تشهد نموا سريعا .

و تسعى البنوك اليوم بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار حتى تتمكن من تحقيق أكبر استفادة ممكنة من شريحة عملائها الذين يمثلون في ذات الوقت أكبر شريحة من مستثمري صناديق الاستثمار و بالتالي حتى لا يضيع عملاء البنك و يتجهوا إلى الصندوق يقوم البنك نفسه بتأسيس صناديق الاستثمار و نتيجة للثقة التي يوليها العملاء في البنك فإنهم يستثمرون في الصندوق الذي يؤسسه.

و مما لا شك فيه أن قيام البنوك بهذا الدور يؤدي إلى تحقيق البنك لموقع متميز في السوق و لكن هذا لا يأتي بشكل عشوائي ، بل إن العملية تحتاج إلى رؤية و تخطيط يستلزم أن يضع فيها البنك القواعد التالية محل الاعتبار:

\* دراسة السوق و معرفة حجم الفجوة بين العملاء الذين يحصلون على الخدمة و الذين لم تصلهم بعد.

- 
- \* الاستفادة من المزايا النسبية في مجال تقديم الخدمات.
  - \* التركيز على مجال الخدمات الاستثمارية في تقديم الخدمات.

## 1- المخاطر التي تتعرض لها البنوك و هي تقدم خدمات صناديق الاستثمار:

على الرغم من الدور الذي تلعبه البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار إلا أنها تواجه بعض المخاطر و في بعض الأحيان لا تتفصل نوعية المخاطر لحالة التداخل ما بين البنوك المؤسسة و صناديق الاستثمار و صناديقها التي تديرها و نذكر من هذه المخاطر:

\* في حالة ارتفاع أسعار الفائدة و انخفاض قيمة الأصول في السوق ، هذا يولد مجموعة من المخاطر ضمن هيكل كل صندوق خاصة و أن البنوك ليست لها الخبرة اللازمة.

\* قيام البنك بتسعير موجودات الصندوق بغير سعرها الحقيقي حيث انه تواجه البنوك في بعض الدول مثل أمريكا إجراءات انضباطية و عقوبات على البنوك التي تسيء تسعير موجودات الصندوق التي يمتلكها ، حيث أنه في هذه الحالات لا يراعي البنك الانخفاض الذي يحدث في قيم الموجودات داخل صندوق الاستثمار الذي يمتلكه، بالإضافة إلى عدم اتخاذ الإجراءات المحاسبية لتصحيح الخلل.

\* قد يقع كذلك البنك في بعض المشاكل مع العملاء و هذا بسبب عدم الإفصاح عن بعض الحقائق التي تواجهها استثمارات العملاء مثل عملية التأمين، وقد يؤدي هذا الأمر في بعض الأحيان إلى دخول البنك في نزاع مع هؤلاء العملاء.

و ينشأ هذا الخلل في عملية الادخار و الإيداع البنكي و تكون أموال العملاء في جل الأحوال مؤمن عليها إلا انه في حالة صناديق الاستثمار فان هذا الأمر يعد نادرا .  
و منه يستوجب على البنوك قبل الدخول في سوق صناديق الاستثمار الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المحتملة.

و عليه يستوجب على البنك وضع خطة حماية ضد هذه المخاطر نذكر منها :

- 
- قيام البنك بالإشراف على عمل صناديق الاستثمار من خلال هيئة متخصصة داخله خاصة فيما يتعلق بعمليات بيع و شراء وحدات صناديق الاستثمار.
  - يجب على البنك قبل الدخول في سوق صناديق الاستثمار أن تكون له الإحاطة الكاملة بالأنظمة و القوانين و التشريعات ذات الصلة بعمليات صناديق الاستثمار.
  - الإحاطة و الرقابة على كافة أعمال الأطراف و العناصر المتدخلة في تسيير و إدارة صناديق الاستثمار .
  - القيام بعملية التدريب الفني و التقني بالنسبة للموظفين العاملين في مجال صناديق الاستثمار بالإضافة إلى التكوين و المتابعة .
  - مواكبة و مساندة عملية التطور التكنولوجي من حيث التعامل مع الزبائن و الحرص على عملية التواصل مع العملاء من خلال إجراء اللقاءات و تقديم المعلومات اللازمة و الإفصاح عليها .

### **المطلب الثالث: مؤشرات البورصة و أهميتها بالنسبة لصناديق الاستثمار.**

- تعتبر مؤشرات البورصة دلائل موضوعية للاسترشاد في مجال الاستثمار المالي و يعد المؤشر من الذي يعبر تعبيراً حقيقياً عن مستوى Index الضروري على مدير الاستثمار استخدام المؤشر .
- السوق فدور المؤشر هو أن يكون مرشداً لمدير الاستثمار لإدارة محفظة الأوراق المالية.

#### **1- أهمية استخدام مؤشرات البورصة:**

- \* تعد المعلومات الأساس القاعدي لاتخاذ قرارات الاستثمار و من ثم فإن استخدام المؤشرات في عملية الاسترشاد بحركة السوق يسهل على المستثمرين هذه العملية.
- \* تعرف المستثمرين بالحركة الكلية للأوراق المالية فالمؤشر يعبر عن واقع البورصة مما يساعد مدراء صناديق الاستثمار على قياس التوقعات الخاصة بكل نوع من الأوراق المالية و اتخاذ القرارات المناسبة.
- \* يمكن استخدام مؤشرات البورصة من معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عملية المقارنة.

---

\* يساعد استخدام المؤشرات على تقييم أداء الأوراق المالية و من هنا يجب أن يكون المؤشر واقعيًا و يعبر عن واقع التغيرات الفورية ، الحادثة في البورصة.

\* مساعدة المستثمرين في تغطية مخاطر استثماراتهم فالمؤشر الواقعي المبسط يساعد المستثمرين على تغطية استثماراتهم، حيث يلخص الأداء المتكامل للبورصة سواء للأوراق المالية أو عقود المستقبلات أو عقود الخيار أو عمليات المضاربة أو عمليات السقوط.

فالمؤشر في تلك الأسواق يلخص المعلومات التي يرغب في معرفتها المتعاملون سواء المستثمرون أو الخبراء.

## 2- مؤشرات صناديق الاستثمار:

إن مؤشرات صناديق الاستثمار هي من أبرز المؤشرات الحديثة ، ظهرت نتيجة و تجاوبا مع ظهور صناديق الاستثمار حيث أن دور المؤشرات هو المساعدة على معرفة الأداء .

و بالتالي فان مدير الاستثمار لهذه الصناديق هو بحاجة إلى هذا النوع المستحدث من المؤشرات لمعرفة أداء السوق و تحقيق أهداف الصندوق وفق الغاية الموجودة من أجلها.

وتقوم مؤشرات صناديق الاستثمار بربط الأوراق المالية بمؤشرات البورصة و من خلال عملية التوقع المبنية على اتجاهات أسعار الأسهم و الفوائد يمكن لمدير الاستثمار اتخاذ القرارات المناسبة التي تجعله يحقق أعلى ربحية ممكنة .

إلا أن هذه العملية تحتاج إلى مدير استثمار يتمتع بدرجة عالية من الخبرة و الكفاءة و المهارة في تكوين و إدارة صناديق و محافظ الاستثمار المكونة من الأوراق المالية .

---

## المبحث الرابع: دراسة نظرية وتحليلية لصناديق الاستثمار الفرنسية

لم تعرف فرنسا صناديق الاستثمار إلا مع بداية سنة 1945 و بالتالي فان صناديق الاستثمار الفرنسية هي صناديق حديثة العهد .

وعلى الرغم من ذلك إلا أن التجربة الفرنسية في مجال صناديق الاستثمار تعتبر تجربة متميزة و فريدة من نوعها و من الضروري لأي دولة من دول العالم تريد تأسيس صناديق الاستثمار بها أن تدرس التجربة الفرنسية لصناديق الاستثمار و التطورات التي طرأت عليها فبالرغم من حداثة التجربة الفرنسية في مجال صناديق الاستثمار إلا انه يمكن القول و بالرجوع إلى الإحصائيات أن صناديق الاستثمار الفرنسية استطاعت أن تحقق ما لم تستطع الكثير من الدول تحقيقه في هذا المجال . و هذا ما جعلنا نتطرق إلى دراسة صناديق الاستثمار الفرنسية و تحليل عملية تطورها .

### المطلب الأول: مراحل تطور صناديق الاستثمار الفرنسية.

لقد مرت صناديق الاستثمار الفرنسية بعدة مراحل تطويرية حتى أصبحت من الأمثلة التي يقتدى بها و يمكن تقسيم مراحل تطور صناديق الاستثمار الفرنسية إلى المراحل التالية:

#### المرحلة الأولى: من سنة 1945 إلى سنة 1964:

و عرفت فرنسا خلال هذه الفترة ما يعرف بالصناديق ذات الرأسمال الثابت و كان عددها قليلا نسبيا نظرا لحداثة التجربة و بدايتها ، أي كانت في مراحلها الأولى لهذا اتسمت بالتوسع البطيء نوعا ما<sup>(1)</sup>.

#### المرحلة الثانية: من سنة 1964 إلى سنة 1978:

في هذه المرحلة عرفت صناديق الاستثمار الفرنسية تطورا ملحوظا، حيث تطورت فيها صناديق الاستثمار المفتوحة أي ذات الرأسمال الثابت (SICAF) إلى صناديق استثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV).

---

(1) - Miche l - Boutillier - les OPCVM et les Sociétés des  
Gestion- Université Paris-Ouest-2000-P 8

---

( D'investissement A Capital Variable Sociétés ) و إلى صناديق

الاستثمار المشتركة (F.C.P)<sup>(1)</sup>

و كذلك تأسيس صناديق المشاركة العامة و خطط ادخار المشروعات ، وفي نهاية سنة 1979 بلغ مجموع أصول هذه الصناديق مستوا ضعيفا ما قيمته 47 مليون فرنك فرنسي آنذاك و هو مستوى متواضع و هذا نظرا لحدثة هذه المؤسسات الاستثمارية حيث كانت لا تزال تفتقد إلى الخبرة اللازمة بالإضافة إلى أنها لم تصل إلى درجة كبيرة في اكتساب ثقة الجمهور والمستثمرين.

### المرحلة الثالثة: من سنة 1979 إلى سنة 1989:

و ما يلاحظ على هذه الفترة هو التطور الملحوظ و السريع في نمو صناديق الاستثمار الفرنسية. حيث و خلال هذه الفترة عرفت صناديق الاستثمار الفرنسية ذات الرأسمال المتغير أي المفتوحة و صناديق الاستثمار المشتركة تطورا سريعا خاصة مع صدور عدة قوانين منها:

قانون القيم المنقولة **Monory** لعام 1978 ثم حسابات الادخار المعروفة ب ( C. E. A ) ثم قوانين 1979 و 1981 الخاصة ب ( SICAV ) و صناديق الاستثمار المشتركة (F.C.P).

حيث عمدت الدولة الفرنسية في هذه المرحلة إلى فرض قيود فوائد الودائع مما جعل المستثمرين ينحازون عن استثمار أموالهم في البنوك و توجيهها نحو الاستثمارات الأخرى في الأوراق المالية حيث توفر لهم صناديق الاستثمار هذه الفرصة . و قد بلغت قيمة أصول صناديق الاستثمار في سنة 1988 ، 1500 فرنك فرنسي في تلك الفترة أي ارتفاع كبير إذا ما قورن بالمرحلة التي سبقتها حيث كانت في حدود 50 مليار فرنك.

---

(1) - Gustinel et E . Bernard - les marché doursiers Français dans le monde –Collection Clefs Economie –Editions Monchestion-1996.

---

و إذا بحثنا في أسباب الارتفاع في قيمة الأصول نجد أن عملية تنوع صناديق الاستثمار الفرنسية هي إحدى أهم الأسباب.

### **المرحلة الرابعة: من سنة 1990 إلى سنة 2009 :**

تعد هذه المرحلة من أبرز و أهم مراحل تطور صناديق الاستثمار الفرنسية حيث تطورت و انتشرت في كامل أوروبا وأصبح يتم تداولها و تسويقها داخل أوروبا مما أدى إلى اتساع درجة اقتنائها إلا أن هذه العملية أي عملية التسويق داخل و خارج فرنسا أدت إلى ظهور المنافسة الخارجية خاصة من الاتحاد الأوروبي .

حيث تنص القوانين على حرية تحرك رؤوس الأموال على حصص و أسهم ال OPCVM كأى حق لصناديق الاستثمار ضمن المجموعة الأوروبية<sup>(1)</sup>.

أي أن صناديق الاستثمار الأوروبية يمكن تسويقها داخل فرنسا كما يمكن لصناديق الاستثمار الفرنسية بان تسوق داخل المجموعة الأوروبية بنفس الحرية و بنفس العدالة إلا إن هذا النوع من المنافسة كان له وقع ايجابي في بعض الأحيان إذ أنه في كثير من الأحيان تؤدي عملية المنافسة إلى التطور و التنوع و هذا ما حصل مع صناديق الاستثمار الفرنسية.

و مما يجب الإشارة إليه أن اصطلاح إلى OPCVM يشير إلى إن هناك عدة أنواع من صناديق الاستثمار تدرج تحت غطاءه و هي:

### **1- صناديق استثمار برأس مال متغير (SICAV):**

إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار برأس المال المتغير هي عملية تنوع أصولها، فحسب القانون الفرنسي فهي يجب أن تحتوي على 60 % من صافي أصولها تكون مكونة من أسهم فرنسية<sup>(2)</sup>. (C. E. A) حيث تسمح هذه الصناديق للمساهمين أو المشاركين فيها الانتفاع من المزايا التي تقدمها ومن أهمها التخفيضات الضريبية.

---

(1)- picard –Un Grand millésime pour la gestion collective – Banque n° 612 – Mars 2000 . P9

(2)- Bulletin mensuel de la COB , n325 ,juin 1998 p20



---

و إلى جانب صناديق الأسهم هناك SICAV السندات التي تتكون أساسا من السندات و هي تنقسم

إلى قسمين: SICAV قصيرة الأجل و هي قليلة ، SICAV طويلة الأجل و هي كثيرة و متنوعة

تحوز نسبة 30 % من إجمالي أصول SICAV (1).

### **- صناديق الاستثمار المشتركة (F.C.P):**

تأسست صناديق الاستثمار المشتركة 1979 و هي نوعان : F.C.P قصير الأجل أي صناديق استثمار مشترك قصير الأجل و صناديق استثمار مشتركة بمخاطر.

### **3- صناديق الاستثمار المشتركة بمخاطر:**

كان إنشاء أول صندوق استثمار مشترك بمخاطر في فرنسا عام 1984 بلغ عددها سنة 1984 ما يقارب 38 صندوقا وقد كانت هناك قوانين تحدد عملية الاستثمار في هذه الصناديق كتحديد نوع الأوراق المالية الداخلة فيها و الحد الأدنى لها بالإضافة إلى أن حاملي هذه الأصول لا يستطيعون استرداد حصصهم إلا بعد انتهاء المدة المتفق عليها.

### **المطلب الثاني: مكونات صناديق الاستثمار الفرنسية و هيكلها التنظيمية.**

في سنة 1979 قامت فرنسا بوضع نظام محدد لصناديق الاستثمار على عكس كثير من الدول .

و يمكن تقييم سوق صناديق الاستثمار في فرنسا إلى OPCVM حيث تتكون هذه الأخيرة من أصول معبر عنها في SICAV و أخرى معبر عنها في صناديق استثمار مشتركة F.C.P (2).

إن صناديق الاستثمار ذات الرأس مال المتغير المعرفة بـ SICAV هي شركة مساهمة الغرض منها تكوين و إدارة محفظة أوراق مالية و أسهم SICAV و تكون

---

(1)- La Bourse – cahiers Française n273 – juillet 1998 La Documentation Française

(2)-Bulletin mensuel de la COB, n°325, juin 1998 P 20.

مستردة القيمة في كل الأوقات و بعلم الشركة متى طلب المساهمون ذلك بالقيمة المضافة مطروحا منها المصاريف و العمولات تبعا لكل حالة و قد تكون خاضعة في تسعيرها لمجلس البورصة بشروط محدودة بمرسوم .

حيث أن قيمة رأس المال هي صافي أصول الشركة مطروحا منها المبالغ القابلة للتوزيع .

و لقد قامت هذه الصناديق بتقديم **خصائص و مميزات أساسية لمساهميها منها :**

- تنوع الاستثمارات من خلال عمليات التوظيف المتعددة.

- حصول المستثمر على مزايا ضريبية أثناء عملية الاستثمار في هذه الصناديق.

- تنوع و تقليل درجة المخاطر و حصرها .

- الأداء المتميز للإدارة .

و لقد كان لنظام الإعفاء الضريبي على الأموال المستثمرة في أصول صناديق

الاستثمار أهمية كبرى في رفع و تقوية صيغ التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .

و بشكل عام أصبح لهذه الصناديق وزن وأهمية كبرى في سوق القيم المنقولة، حيث

أصبحت هذه الأخيرة تمتلك أكثر من 10,5 % من أسهم المضاربة في البورصات

و 27 % من سنداتها في نهاية عام 1985.

### **1- صناديق الاستثمار في القيم المنقولة: (OPCVM قصيرة الأجل)**

إن صناديق الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة OPCVM قصيرة الأجل هي

صناديق استثمار ذات رأس مال متغير و صناديق الاستثمار مشتركة في سندات

و تتكون محفظتها من أوراق مالية نادرا ما تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة كالسندات

بمعدل فائدة ثابتة و يعد ظهور صناديق الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة قصيرة

الأجل في سنة 1981.

و يرجع نمو أسواق الأصول المنقولة إلى ظهور التقنيات المتطورة و تنوع عائداتها

و لقد اختزلت عملية التطور الاختلافات الموجودة بين الأصول المالية حيث

أصبح الفرق بينها أقل و كان لهذه العملية الأثر الواضح على سلوك المستثمرين

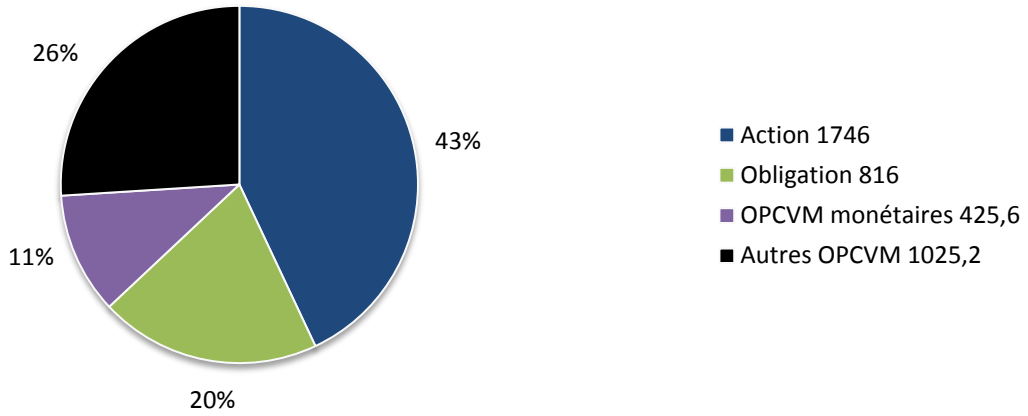
و عملية اختيارهم للاستثمارات.

و بهذا تم إنشاء سندات متداولة قصيرة الأجل كفكرة متقدمة وردت في كثير من مجالات الأعمال إذ أن وجود سندات قصيرة الأجل إلى جانب سندات طويلة الأجل يؤدي إلى توازن السوق النقدي التي تتميز بحرية كاملة في إتمام عملياتها من حيث مدتها و شكلها و معدلات الفائدة الخاصة بها.

إلا أنه بوجود سوق سندات قصيرة الأجل خطورة على عدم استقرار السوق النقدية و هذا ما حدث في فرنسا أواخر سنة 1983 حيث عرفت أسعار الفائدة ارتفاعا كبيرا مع انخفاض شديد في معدل الإصدارات.

شكل رقم (3): أصول بورصة باريس حسب النوع لعام 2007

إجمالي أصول بورصة باريس بحسب النوع لعام ٢٠٠٧  
الأصول ٤٠١٢,٨ مليون أورو



المصدر: بورصة باريس للأوراق المالية.

---

## 2- أسلوب حفظ الأصول لـ SICAV و F.C.P :

إن من أهم العمليات بالنسبة لصناديق الاستثمار هي عملية حفظ الأصول و في فرنسا تقوم صناديق الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (SICAV) لدى وكيل واحد يكون مستقلا عن السوق و هو في كثير من الأحيان مؤسسة يتم حفظ الأصول لديها إلا أن وكيل الحفظ بفرنسا محدد بشرط أن يكون مقره الرئيسي في فرنسا أي داخل البلد . كما يجب عليه أن يتأكد من صحة قرارات صندوق الاستثمار و مسؤوليته تكون مطلقة على الأصول الموكلة إليه<sup>(1)</sup> .

و ينص القانون على أن وكيل الحفظ بالنسبة لصناديق الاستثمار يجب أن يكون مستقلا عن شركة الإدارة التي تدير الصندوق و يتم اختيار وكيل الحفظ من طرف هذه الإدارة بموجب قائمة معدة من طرف المسئول ( وزير الاقتصاد ) .

و ما يجب الإشارة إليه أن وكيل الحفظ و شركة الإدارة مسئولان مسؤولية فردية أو تضامنية حسب الحالة أمام أصحاب الحصص إذا تم خرق نصوص القانون أو عن الأخطاء المرتكبة من قبلهم ، إلا أن القانون حدد لصندوق الاستثمار المشترك و صندوق الاستثمار ذو رأس المال المتغير حدودا للتعامل مع وكيل الحفظ أو المودع لديه .

و ما تجدر الإشارة إليه أن القانون جعل المودع إليه أو وكيل الحفظ مضطرا لإصلاح الأضرار حتى و لو لم يكن متسببا فيها بشكل مباشر .

---

(1)- L'arrêté de 06 Septembre 1989- Articles L .214-16 –relatif aux Sicav et L .214-26 relatif aux F.C.P

### 3-السياسات الإدارية لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

تتميز صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير بأن لها مجلس إدارة و جمعية  
عمومية من المساهمين ومن المفترض أن يتم استشارة المساهمين.

أما في الأمر الواقع فان جمهور المساهمين لا يحضر الجمعية العمومية لأن هذا النوع  
من الاجتماعات لا يجذب عددا كافيا منهم إلا إذا توجهت إلى مؤسسة أو منشآت  
تحرص على المشاركة ورقابة الإدارة، و في هذه الحالة يساند مراقبون الأعضاء  
الإدارة أو مجلس الإدارة.

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار المشترك فان المساهمين لهم الحق في الانسحاب إذا  
شعروا بعدم الرضا فالمبدأ الذي لا يمكن مسه بالنسبة للصندوق المفتوح وفقا للسياسة  
الأوروبية هو الالتزام بالاسترداد من الحصة مباشرة.

و تتميز صناديق الاستثمار المشترك ببساطتها الشديدة بالنسبة لهيكلها التنظيمي لعدم  
وجود مجلس إدارة أو جمعية عمومية و كذلك فان صندوق الاستثمار المشترك لا  
يمثل شخصية اعتبارية.

أما بالنسبة للحد الأدنى للإصدارات فقد تمكنت صناديق الاستثمار ذات رأس المال  
المتغير بالحد الأعلى للإصدار مقومة بعدد من الأسهم و الذي تحدده وزارة المالية لكل  
على حدة و بهذا فهي تعتبر حرة في تمسكها بحدود الإصدار.

بالإضافة إلى هذا فان القانون يسمح باندماج صناديق الاستثمار ذات رأس المال  
المتغير و ذات رأس المال المشترك و هذا ضمن قواعد لجنة عمليات البورصة بحيث  
تسمح بهذه العملية مع غياب الشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار المشترك.

أما عن أساليب الإفصاح فان مدير الاستثمار لصناديق الاستثمار المشترك يقدم تقريرا  
إداريا سنويا و تطبيقيا للسياسة الأوروبية ن فكل صندوق استثمار ذو رأسمال متغير  
يلتزم بتقديم تقرير نصف سنوي و قد يكون هذا التقرير ثلاثي أو حتى شهري إذا كانت  
أموال الصندوق كبيرة جدا .

## المطلب الثالث : إدارة صناديق الاستثمار الفرنسية.

لقد أخذت جميع القوانين و التنظيمات الخاصة بصناديق الاستثمار على أنه يجب أن يتم الفصل بين صناديق الاستثمار و الجهة المكلفة بالإدارة و هذا ما نصت عليه القوانين التنظيمية الفرنسية .

و بالتالي أصبح من الضروري إنشاء شركات إدارة منفصلة عن الشركة المؤسسة لهذه الصناديق.

و بالتالي إذا ما قام بنك أو شركة تأمين بتأسيس صندوق استثماري فعليها أن تقوم كذلك بإنشاء شركة للإدارة أو أن تقوم بتكليف بنك أو شركة خاصة أو غيرها مختصة في إدارة هذه الصناديق و تقوم شركات الإدارة الفرنسية بإدارة كل من صناديق الاستثمار المفتوحة و المغلقة على حد سواء.

و ما يمكن ملاحظته على شركات الإدارة الفرنسية أن المشرع لم يضع قيودا على مساهمة هذه الشركات في هذه الصناديق كما يمكن لها أن تدير أي عدد ممكن من صناديق الاستثمار إلا انه يمنع على هذه الشركات أن تمارس سلطة أو نفوذا على هذه الصناديق و هذا حماية لمصالح المستثمرين.

بتفعيل و مراقبة عمل صناديق الاستثمار و هذا من خلال -COB- كما تهتم لجنة البورصة العمل على تحقيق درجة من التوافق و التناسب بين الوسائل و الأدوات التي تدار بها الأموال .

و العلاقة بين رؤوس الأموال العاملة و الوسائل المخصصة لذلك و تنظيم الأساليب والأدوات فيما يخص عمليات و طرق الإشراف و الوسائل المخصصة لذلك.

أما بالنسبة للعمليات المالية التي يمكن لصناديق الاستثمار الفرنسية التعامل بها فان المشرع سمح بالتعامل بمختلف العملات بجوار الفرنك قبل استحداث العملة الموحدة اليورو.

## 1- تنوع الأدوات الاستثمارية داخل صناديق الاستثمار الفرنسية:

كما أشرنا سابقا فإنه غالبا ما تتبع تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار السياسة الاستثمارية التي يتبعها مدير الاستثمار فهناك صناديق للأسهم و أخرى للسندات و أخرى مختلطة أي للأسهم و السندات .

وما يلاحظ على صناديق الاستثمار الفرنسية و هو أن المشرع أجاز لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تكون حرة بتأسيسها بالأسهم إذا كان ذلك ضروريا حتى يتوافق هذا مع السياسة الاستثمارية لها بالإضافة إلى رفع فاعلية المنافسة لها ضد المجموعة الأوروبية .

إلا أنه غالبا ما نلاحظ ذلك فلقد جرت العادة على أن شكل هذه الصناديق تتكون من محفظة من الأسهم و السندات .

أما فيما يخص صناديق الاستثمار المدرجة تحت OPCVM ذات التوظيف قصير الأجل فإنها تلتزم بحيازة نسبة من القيم المنقولة و المسعرة في بورصة الأوراق المالية و تقدر بحوالي 20% و تدخل ضمنها كل من سندات الدين المتداولة .

أما بالنسبة إلى OPCVM ذات التوظيف طويل الأجل و المتوسط فإن أصولها يجب أن تتضمن نحو 90% من القيم المنقولة و تكون متداولة في البورصة و 10% الباقية يدخل فيها مختلف أدوات الدين كأذون الخزانة و السندات العقارية .

و لقد كانت نسبة حيازة الأسهم في صناديق الاستثمار الفرنسية ضعيفة في سنوات البداية ففي سنة 1988 بلغت نسبة 16% فقط بالمقارنة مع الأدوات المالية الأخرى. و OPCVM على نوعين هما :

الأولى صناديق الاستثمار الخاضعة لسياسة المجموعة الأوروبية و بالتالي يتم تسويقها داخل المجموعة الأوروبية.

و الثانية هي صناديق محلية و يتم تداولها محليا و يندرج ضمنها صناديق الاستثمار المشتركة و الأخرى شركة بمخاطر.

---

## خلاصة الفصل الأول:

تعد صناديق الاستثمار التقليدية من بين أهم الوسائل الاستثمارية الحديث في مجال تمويل الاقتصاد ولاشك أن ما نراه اليوم من تلك التحويلات الهامة والكبيرة للأموال عبر مختلف الأسواق المالية العالمية من خلال مؤسساتها المالية لهو خير دليل على الدور الذي تلعبه من خلال إعادة رسم طرق التمويل وسياستها وكذلك إعادة بعث النشاط الاقتصادي باعتبارها أداة فعالة في مجال جمع المدخرات وإعادة توزيعها نحو مختلف مجالات النشاط الاقتصادي ولعل هذا ما جعل من هذه الأخيرة محل اهتمام كثير من الدول حيث بدأت تشجع في خلق هذه الصناديق من خلال التشريعات والتنظيمات لزيادة عددها والاستفادة من مزاياها .



---

**الفصل الثاني :**  
**صناديق الاستثمار**  
**الإسلامية**

## تمهيد الفصل الثاني:

لقد تكلمنا في الفصل الأول على النوع الأول من صناديق الاستثمار وهي الصناديق التقليدية (ربوية) ولقد أوجدت المالية الحديثة نوع آخر من صناديق الاستثمار يختلف عن النوع الأول من حيث مبادئ العمل حيث تعتمد هذه الصناديق كأساس أولي في طريقة عملها على مبادئ الشريعة الإسلامية حيث يعد هذا النوع من الصناديق حديث النشأة مقارنة بسابقتها إلا أنها أوجدت لنفسها مكانة واسعة وقبول واسع على غرار نظيرتها حيث يهتم هذا الفصل بدراستها من خلال ما يلي :

- المالية الإسلامية : منتجاتها - واقعها - وإشكالية تطويرها .
- ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية .
- أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية - مخاطرها و طرق الرقابة عليها .
- صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم .

## المبحث الأول: المالية الإسلامية- منتجاتها- واقعها – وإشكالية تطويرها

يختص هذا المبحث بعرض منتجات الصناعة المالية الإسلامية و التي تعتبر من الأدوات أو العناصر التي تقوم صناديق الاستثمار بالاستثمار فيها كما سيتم التطرق إلى واقعها في الوقت الراهن بالإضافة إلى البحث في إشكالية تطويرها وهذا بغرض الوصول إلى منتجات تثبت نجاعتها وقوتها في التصدي للزمات المالية .

### المطلب الأول:المنتجات المالية الإسلامية

#### أولاً:الأوراق أو الأدوات المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية)

إن من ابرز وا هم ما توصلت إليه الهندسة المالية الإسلامية نجد فكرة الصكوك الشرعية كبدائل عملية عن السندات القائمة على فكرة الفائدة .

حيث استطاع الفقهاء الماليون بالمؤسسات المالية الإسلامية تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في هذه المؤسسات دو أن تتضمن علاقة الدائنية والمديونية .

وبالتالي تعتبر الصكوك الشرعية بديلا شرعيا للسندات التي تمثل التزاما برد المبلغ مع فائدة مضافة إليه وهي تعتبر قروضا ربوية ويمكن تعريف صكوك الاستثمار الشرعي بأنها:وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا في ملكية عينية أو منفعة أو خدمات أو في وحدات مشروع ما أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وإقفال باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله ويمكن استنتاج ما يلي من هذا التعريف<sup>(1)</sup> :

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين ويمثل ملكية صاحبه في موجودات المشروع .

- لصاحب الصك الحق في الأرباح ( إن وجدت ) التي يحققها المشروع .

---

(1) د- عبد الكريم قندوز – الهندسة المالية بين النظرية و التطبيق- مؤسسة الرسالة – بيروت

---

- للصك قابلية التداول في البورصة وهذه تمثل إحدى الميزات المفيدة جدا للمؤسسات المالية الإسلامية.

### **1- صكوك المقارضة أو المضاربة:**

وتعرف على أنها "وثائق محددة القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل تلك الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بقصد تنفيذ المشروع و استغلاله و تحقيق الربح"<sup>(1)</sup> ويحصل مالكو هذه الصكوك على نسبة محددة من أرباح المشروع تحدد في نشرة الإصدار ولا تقدم هذه الصكوك أية فوائد<sup>(2)</sup> وسندات المضاربة نوعان هما:

#### **1-1 صكوك المضاربة المشتركة :**

وهي كذلك عبارة عن وثائق محددة القيمة وتصدر بأسماء المكتتبين فيها مقابل قيامهم بدفع القيمة المحددة بها وذلك على أساس المشاركة في الأرباح المحققة سنويا وحسب الشروط الخاصة بكل إصدار وهي عادة نسبة محددة من مجموع الأرباح الصافية لكل سنة مالية .

#### **1-2 صكوك المقارضة المخصصة:**

وتختلف هذه الصكوك عن الصكوك المشتركة في كونها مرتبطة بمشروع محدد أو غرض معين ويتم تصنيفها حسب نتائج المشروع ويحدد لها حصة من إيرادات المشروع الصافية المستثمرة فيه من قبل مجلس الإدارة ويفتح لها حساب خاص لدخل المشروع الممول من حصيلة هذه الصكوك .

#### **2- صكوك المشاركة:**

وهي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة و لا تختلف عن

---

<sup>(1)</sup>د- سامي حسن حمود- الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة

لتطويرها ضمن كتاب المصارف الإسلامية- اتحاد المصارف الإسلامية – بيروت 1989 ص 167

(2)- وليد الشايخي – صكوك الاستثمار الشرعية –مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية – الإمارات

العربية المتحدة – مارس 2005 ص 123-124

---

صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار للصكوك وحملة الصكوك حيث أن العلاقة بين مصدر الصكوك وحملتها في سندات المقارضة هي علاقة مضارب بأصحاب المال في حين أن العلاقة بين مصدر الصكوك وحاملها في سندات المشاركة هي أن تكون الجهة المصدرة واحدا من المشاركين لحملة الصكوك .  
المشاركة مشاركة مستمرة مثل : صكوك إنشاء الطرق والموانئ والمطارات والمدارس.... الخ

وقد تكون كما يمكن أن تكون المشاركة متناقصة ويتم الإعلان في هذه المشاركة عن الإيراد السنوي حيث يتكون من عنصرين:

- عنصر يمثل الإيراد لصاحب الصك

- عنصر ثاني يمثل تسديدا لجزء من رأس المال<sup>(1)</sup>

إلا أنه لكي تكون صكوك المشاركة جائزة شرعا يجب أن يتوفر فيها ما يلي :

- أن يمثل الصك حصة شائعة في المشروع الاقتصادي والتي صدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله .

- وتستمر هذه الملكية مع طيلة المشروع من بدايته وحتى نهايته .

- أن تحدد في نشرة الإصدار جميع البيانات وشروط التعاقد المطلوبة في عقد الشراكة مثل رأس المال وكيفية توزيع الربح.... الخ .

- أن تكون هذه الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب .

- يجوز تداول هذه الصكوك في أسواق المال وفق الضوابط الشرعية .

- لا يجوز ضمان الربح أو رأس المال أو جزء منه وإذا تم النص على ذلك في نشرة الإصدار بطل شرط الضمان<sup>(2)</sup>

---

(1)- د- سامي حسن حمود - الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها و الإمكانيات

المحتملة لتطويرها مرجع سبق ذكره ص 157

(2)- د- محمد عبد الغفار الشريف - أعمال الندوة الفقهية الخامسة بيت التمويل الكويتي -

نوفمبر 1998 ص 286-287

### 3- صكوك الإجارة :

وتعرف على أنها صكوك متساوية القيمة وهي تمثل أجزاءا متماثلة في ملكية عينية تعطي الحق لصاحبها في التملك والحصول على أجرة والتصرف بملكه بما لا يضر بحقوق المستأجر وهي قابلة للتداول بيعا و شراءا ويتحمل صاحب الصك كل ما يتعلق بالأصل المؤجر من تبعات الهلاك والصيانة وغير ذلك من النفقات التي لا يتحملها المستأجر عادة .

### 4-صكوك السلم:

صكوك السلم هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة وبما أنها لا تزال في ذمة البائع لا يمكن تداول هذه الصكوك فهي تعتبر من قبل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق (1)

### 5- صكوك الاستصناع :

لا يختلف الاستصناع عن السلم في انه بيع سلعة موصوفة في الذمة و لكنه يجمع بين معنى البيع المتمثل في المبيع ومعنى الإجارة المتمثل في العمل المشترط في الاستصناع ويرى البعض أن هذه الصكوك شأنها شأن صكوك السلم فيجب إلا تكون قابلة للتداول في حالة إصدارها من قبل الصانع حيث تمثل موجوداته من عتاد وآلات وموجودات أخرى ثابتة وفي حالة كون قيمتها أكثر من المصنوع بعد صنعه وبيعه فهنا تكون السندات متمثلة بموجودات بلا ذمة وديون وبالتالي يمكن تداولها .

### 6 - شهادات الاستثمار الإسلامي :

تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال و تقوم الجهة المصدرة بدور المضارب

---

(1) - د - وليد الشايخي - صكوك الاستثمار الشرعية - مرجع سبق ذكره - ص 148

---

مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة والمضارب يخسر عمله وتقوم بإصدارها المصارف والمؤسسات المالية وعادة لا يقل أجلها عن السنة وهي نوعان شهادات الاستثمار المخصص وشهادات الاستثمار العام<sup>(1)</sup> .

### ثانياً: المشتقات المالية الإسلامية :

إن المشتقات المالية هي إحدى منتجات الهندسة المالية وان السبب الرئيسي لاستحداثها هو تحقيق أهداف هذه الهندسة مثل التحوط وإدارة المخاطر والمراجحة و المضاربة وإذا كان الهدف الرئيسي لهذه المشتقات هو تقليل المخاطر وحصرها إلا أن الواقع اثبت العكس فلقد عملت على تعظيمها و المشتقات المالية بشكلها الحالي غير جائزة شرعا<sup>(2)</sup> لكنه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات التقليدية وتكون موافقة للشرع الإسلامي .

### 1-ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية:

تبرز ضرورة وأهمية المشتقات المالية الإسلامية في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة كما يمكن أن توفر التكاليف في لمعاملات بالإضافة إلى توفير فرص استثمار للمال الإسلامي وكذلك تنمية الدول والحكومات الإسلامية من خلال راس المال الإسلامي إلا أن تطوير المشتقات المالية الإسلامية من خلال الهندسة المالية يجب أن تتوفر فيه شروط هي :

- أن تتوافق المشتقات المالية مع الشريعة الإسلامية
- يجب أن تشمل على منافع وفوائد المشتقات المالية التقليدية
- أن تكون قابلة للتداول في الأسواق المالية المحلية والدولية .

---

(1) - د - شعبان محمد إسلام البر واني - بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة

تحليلية نقدية - دار الفكر - دمشق سوريا - الطبعة الأولى 2002 ص161

(2)- د- سمير عبد الحميد رضوان - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة

المالية في صناعة أدواتها - دار النشر للجامعات - الطبعة الأولى 2005 ص567-578

## 2- عقد خيار الشراء وبيع العربون :

إن عقد خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون وبيع العربون هو من بين البيوع الجائزة شرعا ومثاله أن يقوم شخص بشراء سلعة بألف دينار ويقوم بدفع جزء من ثمنها مثلا عشرة دنانير ويعد هذا العقد ملزما للبائع أي انه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه أما المشتري فله حق الخيار في الشراء مئة عدمه خلال المدة المتفق عليها .  
وقياسا على حكم بيع العربون يمكن القول أن عقود خيار الشراء هي جائزة إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى .

وعقد خيار الشراء في الإسلام هو نفسه عقد خيار الشراء التقليدي بإضافة التكييفات التالية:

- عقد خيار الشراء هو حق معنوي .
  - عقد الخيار هو بيع عربون - محل عقد الخيار هو ضمان أو كفالة .
- الأرجح من أراء الفقهاء جواز اخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة خاصة مع وجود معاملات مالية ويتحقق من خلالها مكاسب لطرفي المعاملة وبما لا يخالف المقاصد الشرعية وقياسا على هذا يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول<sup>(1)</sup>

## 4- العقود الآجلة في إطار عقد السلم :

إذا كانت السلعة محل عقد المعاملة سلعة طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فتان العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا .

---

(1) - د - كمال توفيق حطاب - نحو سوق مالية إسلامية - المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي - جامعة أم القرى - مكة المكرمة - 2005 ص 23



---

فهناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة فهو عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور هي:

- 1- أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه .
- 2- أن راس المال في العقود الآجلة و المستقبليات لا يدفع معجلا بل يدفع جزء منه فقط
- 3- في عقود المستقبليات لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما الغرض هو تحقيق الربح .

### 5- عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع:

يعرف عقد الاستصناع على أنه " اتفاق مع صانع على عمل شيء معين في الذمة كالاتفاق مع نجار على صناعة مكتب أو شيء نحو ذلك وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط لأن الاستصناع هو طلب الصنع أي العمل فإذا كانت المادة الأولية من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إجارة لا استصناعا " .

ويمكن للمشتري شرعا أن يمول البائع وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع .

### ثالثا: المؤشرات الإسلامية:

يقدم مؤشر "داو جونز" لأسواق المال مثالا رائعا للهندسة المالية المتقدمة لكن التعامل بهذا المؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار<sup>(1)</sup> إلا أن الهندسة المالية الإسلامية أعطت بديلا مناسباً حيث أنشأت مؤشر " داو جونز" للسوق الإسلامي للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفق التوجه الإسلامي و أن هذه المؤشرات تسير وفق الأسهم

---

(1)- د- محمد على القري - الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي - مجمع الفقه الإسلامي -

---

الخاضعة للتشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم وهي تقدم للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي<sup>(1)</sup>.

ولهذا المؤشر عدة مزايا كغيره من المؤشرات المالية الإسلامية نذكر منها:

- يقوم بخدمة صناديق الاستثمار الإسلامية لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم وفق نمط موحد.

- تستخدم هذا المؤشر حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم لتتعرف على أداء الأسواق المالية الإسلامية وتستخدم في 48 دولة ويصل عدد صناديق الاستثمار بمؤشر داو جونز الإسلامي إلى 100 صندوق بإجمالي موجودات يقدر بحوالي 40 مليار دولار.

- يساعد المؤسسات المالية الإسلامية على الاستجابة لمتطلبات العملاء على الاستثمارات الإسلامية.

- يمكن هذا المؤشر المستثمر الإسلامي من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة الركود وتتمتع بالحماية ضد التضخم وتقليل التكاليف الإدارية.

- المؤشر ممدد من أجل تلبية متطلبات الأدوات الاستثمارية مثل صناديق الاستثمار<sup>(2)</sup>.

---

(1)- د - عصام الزين الماحي - تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية

المحلية والأجنبية - الملتقى السنوي الإسلامي السابع - إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية -

الأردن 25-26 سبتمبر 2004

(2)- د- حسام الدين محمد - داو جونز - النسخة الإسلامية - موقع إسلام أولين 20-10-2004

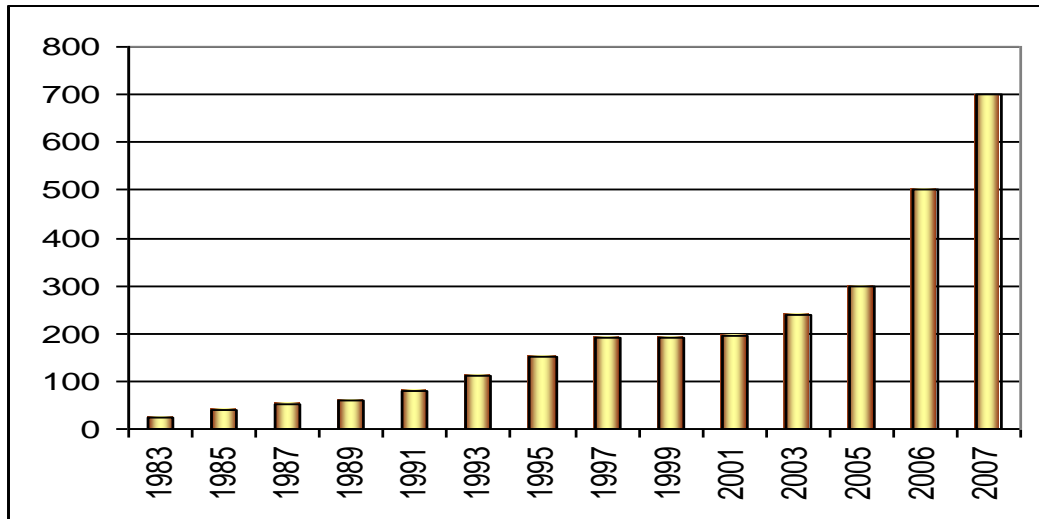
### جدول رقم: (3)

العنوان : تطور حجم إصدار الصكوك (2000- 2006) بالمليون دولار أمريكي

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
صكوك شركات	336,3	530	179,9	4537,06	5731,19	11358,89	24526,32
الصكوك السيادية	0	250	800	1180	1479,35	706,5	2271,6
مجموع الصكوك المصدرة	336,3	780	979,9	5717,06	7210,54	12065,39	26797,92
معدل النمو	-	131,94	25,63	483,43	26,12	67,33	122,11

المصدر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية

الشكل رقم (4): تطور السوق المالية الإسلامية بالمليار دولار أمريكي



المصدر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية

## المطلب الثاني: واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج تطويرها :

### أولاً: واقع المنتجات المالية الإسلامية :

إن المنتجات المالية الإسلامية أهمية قصوى في النظام المالي الإسلامي بالإضافة إلى وظيفتها الأساسية في توجيه الاقتصاد إلى الوجهة الإسلامية وعلى الرغم من هذه الأهمية إلا أن قدر الاهتمام بدراساتها والعناية بتطويرها والبحث في سبل تحقيق أهدافها لا يتناسب مطلقاً مع هذه الأهمية من حيث المقدار المخصص للبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية لدى المؤسسات المالية حيث أن هذا المقدار يكاد يكون معدوماً مقارنة بمر دودية وربحية هذه المؤسسات وأدائها المالي هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن التنظيم الإداري يعد هو الآخر متدهوراً حيث أن قلة قليلة من المؤسسات المالية الإسلامية تنشئ إدارات متفرغة لتطوير المنتجات الإسلامية وتصبح هذه المهمة في الغالب موزعة بين الهيئات الشرعية وبين إدارة التسويق للمؤسسة والملاحظ أن هناك غياب واضح لتطوير المنتجات في التخطيط و الإستراتيجية التي تحكم مسيرة المؤسسات المالية الإسلامية وبالمعنى الأدق فإن غياب المناهج المتبعة عملياً في تطوير المنتجات هو ما جعل المنتجات المالية قليلة نسبياً .

### ثانياً: مناهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية :

إن للهندسة المالية الإسلامية عدة وسائل لتطوير منتجاتها وهي تتعدد وتتنوع طبقاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة لكنها في الغالب لا تخرج عن احد المنهجين التاليين :

#### 1- منهج المحاكاة :

والذي يعني تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج المالي الإسلامي أولاً وهي نفسها النتيجة التي يحققها المنتج المالي التقليدي وبالتالي فإن هذا المنهج يقوم على التقليد للمنتجات المالية التقليدية وان من ابرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات حيث لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير بل مجرد متابعة المنتجات الراجعة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع إلا أن لها سلبيات عدة نذكر منها :

- أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقية ولا قيمة اقتصادية لها وهذا ما يضعف قناعة العملاء بها .

- إن المحاكاة تتطلب التعرض لنفس المشكلات التي تعاني منها المالية التقليدية وبالتالي تصبح الصناعة المالية الإسلامية تعاني هي الأخرى من نفس المشكلات .

- إن أسلوب المحاكاة يجعل من الصناعة المالية الإسلامية تابعة للصناعة المالية التقليدية مما يجعل الصناعة المالية الإسلامية مهددة بفقدان شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة المالية التقليدية .

## **2- منهج الأصالة والابتكار :**

إن المدخل الثاني لتطوير المنتجات المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات الجمهور والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية الأزمة لها وذلك ولضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية الإسلامية كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية ولا شك أن هذا المنهج أكثر كلفة لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية كما يسمح لها الاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية إذا كانت توفى بمتطلبات المصادقية الشرعية .

ولضمان نجاح هذين المنهجين في تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية ينبغي الاجتهاد في تقوية وسلامة البنية التحتية لها من خلال تأسيس مراكز مختلفة داخل المجلس العام للمؤسسة المالية الإسلامية ومن هذه المراكز مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي مع العملاء والجمهور ومركز اعتماد التدريب المالي الإسلامي ومركز المنتجات المالية الإسلامية.... الخ

## **المطلب الثالث: مزايا استحداث منتجات مالية إسلامية وتحديات تطويرها :**

بالرغم من أن عملية استحداث أدوات استثمارية إسلامية له العديد من المزايا التي تعود بالفائدة على المؤسسة المالية والمجتمع إلا أن هناك عدة تحديات تواجه هذه العملية .

## **1- مزايا استحداث أدوات استثمارية إسلامية :**

- إن عملية استحداث وتطوير المنتجات المالية الإسلامية له عديد المزايا نذكر منها :
- توفير التمويل اللازم والمشروع للشركات المساهمة العامة دون الحاجة إلى الاقتراض بالفائدة أو حتى إصدار أسهم يمكن لملاكها المشاركة في الرقابة على المشروع أو حتى إدارته .
  - المساهمة في التنمية الشاملة للمجتمع بمشاركة المواطنين مع الدولة في مشاريعها الإنمائية
  - توفير أدوات مالية للاستفادة من فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية بشكل خاص و البنوك التقليدية بشكل عام .
  - المساعدة في توفير مستلزمات ومتطلبات إيجاد سوق لراس المال الإسلامي مما يساعد على جذب أموال المدخرين وخاصة المغتربين .
  - في حالة إيجاد أدوات استثمارية إسلامية وشيوع استعمالها قد يؤدي الأمر بها إلى التداول في الأسواق المالية العالمية مما يساعد على انتشارها والحد من استخدام أدوات الاستثمار الربوي في العالم وفي هذا الإطار قامت جامعة " هار فارد" بالتعاون مع مركز دراسات الشرق الأوسط التابع لها وشركة "ويلنجتون" بدراسة خاصة عن أدوات التمويل الإسلامية<sup>(1)</sup> .

## **2- التحديات التي تواجه عملية تطوير المنتج المالي الإسلامي :**

- على الرغم من تطور عملية التمويل الإسلامي في كثير من البلدان الإسلامية إلا أن هناك عدة عوامل تفرض نفسها لمواجهة هذه العملية على المستوى المحلي الإسلامي والعالمى نذكر منها :

### **1-2-التوافق الشرعى :**

ويطرح هذا العنصر مشكلة إيجاد معيار موحد للقرارات الشرعية عبر تأسيس مجلس

---

(1)-د- سامي حسن حمود – الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانيات المحتملة لتطويرها – مرجع سبق ذكره ص225

---

استشاري شرعي مركزي للصناعة المالية الإسلامية لكن في نفس الوقت قد يخلق هذا الأمر الصرامة والصلابة ويحد من تطوير المنتجات الإسلامية

## **2-2 - تطوير المنتج والابتكار:**

يجب على السوق المالية الناجعة توفير عدة أدوات مالية تساهم في خلق مرونة ملائمة للمستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية ويمكن تطبيق نفس القول على السوق المالية الإسلامية في أمر النجاعة إذ يجب عليها هي الأخرى توفير للمستثمرين فيها عدة منتجات تلبي احتياجاتهم وهذا تحد آخر تواجهه الصناعة المالية الإسلامية لان عملية تطوير المنتج المالي الإسلامي يجب أن يمر على هيئات ومراجعة شرعية .

## **2-3- نظام سوق فعال :**

لا تختلف طريقة عمل البنوك الإسلامية عن نظيرتها التقليدية وبالتالي تعتمد هي الأخرى على السيولة والالتزامات ذات الاستحقاق القصير لعملية التمويل للأصول وهذا ما يجعل البنوك الإسلامية هي الأخرى مجبرة على توفير قدر كبير من السيولة والاحتياطات وهذا الأمر يعيق عملها و يعيق الوساطة المالية وتعميق السوق .

## **2-4- الموارد البشرية :**

تعتبر مسألة الموارد البشرية هي الأخرى إحدى المسائل المزعجة لمنتجات التمويل الإسلامي بسبب قلة الخبرات المدربة والتأهيل وضعف المعرفة بالصيرفة الإسلامية وقد تنامي عددهم إلى نحو 250 ألف موظف جلهم من منطقة الشرق الأوسط ومنهم 85 بالمائة لهم خلفية مصرفية تقليدية وقد أعاقت هذه المسألة الجهود نحو تطوير المنتجات المالية الإسلامية وينتج عنها في مرات عديدة خسائر تشغيلية .

## **2-5- التسويق :**

تعتبر عملية تسويق المنتجات المالية الإسلامية تحديا تواجهه الصيرفة الإسلامية حيث إن إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية يعد قليلا وهذا بسبب عدم فهم الصناعة المالية الإسلامية والافتقار إلى المعرفة ومن دون عملية تعريف العملاء بمبادئ واليات عملية التمويل الإسلامي ستبقى هذه الفئة محجمة عن التعامل بأدوات

---

الصناعة المالية الإسلامية وبالتالي فإن عملية توسيع رقعة نمو العملاء هي تحد آخر تواجهه الصناعة المالية الإسلامية .

## **2-6- المنافسة وحجم التكلفة :**

إن الحجم الواسع للسوق المالية التقليدية والخبرة الكبيرة لها والحجم الاقتصادي الكبير والمؤسسات الخبيرة والكفاءة في المجال التقليدي هي ميزات تنافسية مهمة تتفوق بها الصناعة المالية التقليدية عن نظيرتها الإسلامية بالإضافة إلى أن حجم التكاليف قد يكون في بعض المرات اكبر في التعاملات المالية الإسلامية .

## **2-7- المصدقية والثقة :**

ويبرز هذا التحدي في فكرة عدم الفهم والإساءة للإسلام إضافة إلى أن هناك عدة مشاكل كالإدارة الضعيفة والمشاكل المتعلقة بعدم وجود الشفافية وصعوبة قياس القضايا والتي يسعى التمويل الإسلامي إلى معالجتها مثل عملية إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية<sup>(1)</sup> .

## **المبحث الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية :**

بعد أن تكلمنا في المبحث الأول على الأدوات المالية التي يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية الاستثمار فيها سوف نهتم في هذا المبحث بدراسة صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث تعريفها وإلقاء الضوء على أهميتها والسمات الخاصة بها والخصائص المميزة لها بالإضافة إلى معرفة الأطراف المشاركة والمتدخلة فيها وطبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية والإطار العام للرقابة على هذا النوع من الصناديق .

## **المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية وأهميتها:**

صناديق الاستثمار الإسلامية هي تلك الصناديق التي يتم الالتزام فيها بالضوابط

---

(1)- د- رزان عدنان – سبعة تحديات للتمويل الإسلامي – القبس الاقتصادي – العدد 12664 -30



الشرعية وخاصة فيما يتعلق بتحريم الفائدة أي أنها غير ربوية<sup>(1)</sup> وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار و التي تمثل الإيجاب الذي ناءا عليه يشترك المستثمر في الصندوق أما من الناحية التكوينية الفقهية فنصندوق الاستثمار هو عبارة عن علاقة تعاقدية بين طرفان وهما اللذان يحددان شكل التعاقد ونوعه من الجانب الفقهي فيمكن لهما أن يجعلوا هذا التعاقد على شكل عقد مضاربة أو على شكل وكالة بأجر أو على شكل جعالة وهذا الأمر راجع إليهما في طريقة احتساب العمولة بشرط احتواء العقد على شروط عقد المضاربة أو الوكالة أو الجعالة<sup>(2)</sup>

فإذا كان تنظيم الصندوق على شكل المضاربة فإن للمدير فيه سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا حصة من الربح الذي يحققه الصندوق .  
أما في حالة الوكالة بأجر أو الإجارة فيكون للمدير فيه أجر ثابت يحسب على أساس نسبة معينة من قيمة الصندوق<sup>(3)</sup>

ولا يقتصر تسويق صناديق الاستثمار الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يسوقها ويديرها البنوك التقليدية وتمثل هذه الأداة الاستثمارية أهم ما يدخل هذه البنوك في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون حاجتها إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها .

ومما لا شك فيه أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية لها أهمية قصوى في النظام الاقتصادي الإسلامي والتي سوف نتعرض لها فيما يلي :

- تساهم هذه الصناديق في نقل رؤوس الأموال بين المجتمعات الإسلامية حيث أن لهذه الصيغة من الاستثمار الفضل والدور الكبير في نقل رؤوس الأموال وبالتالي فهي توغر آلية للاستثمار الإسلامي .

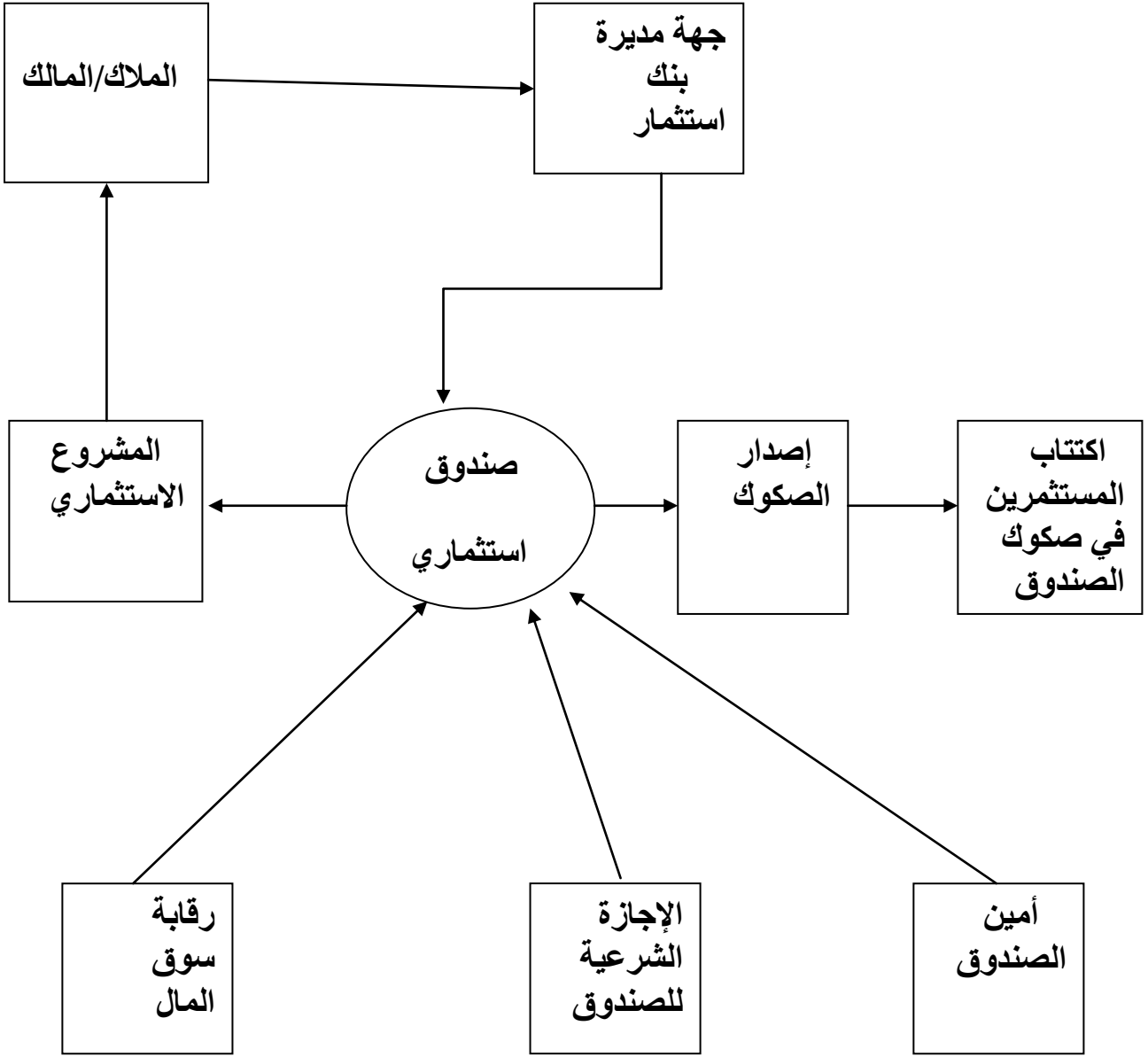
- 
- (1)- د- منى قاسم - صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين - مرجع سبق ذكره ص55  
(2)- د- احمد معجب العتيبي - المحافظ الاستثمارية - أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي - دار النفائس الطبعة الأولى ص54  
(3)- د- عبد الستار أبوغدة - الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية - مجلة المجمع - الدورة التاسعة - المجلد الثاني ص11

- 
- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بان لها ميزانية خاصة بها وحسابات مستقلة عن البنوك التي تنشئها سواء كانت تقليدية أو إسلامية والقوانين تمنع الاختلاط بين أموالها وأموال الشركة التي تنشئها وليس هناك حدود لنموها وحجمها ولا تحتاج لتغيير هيكلها أو نظام عملها وبالتالي فإن عملية الخط التي يتخوف الكثير منها لا تقع فيها .
- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامي النافذة الوحيدة التي يستطيع البنك التقليدي من خلالها مزاوله العمل المصرفي الإسلامي وبالتالي فيمكن لهذه النافذة أن تكون مرحلة أخرى ودافع وراء تحول بعض البنوك إلى مزاوله الصيرفة الإسلامية .
- إن عملية إنشاء بنك إسلامي اليوم تحتاج إلى سن قوانين جديدة إذا لم تكن القوانين موجودة إلا أن عملية إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان في العالم لأن هدفها الأساسي هو تفادي الربا وبالتالي بأية وسيلة تحقق الهدف فهذا هدف بالغ الأهمية .
- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية مثلها مثل البنوك الإسلامية أنها تهدف إلى تحميل المستثمر مخاطر الاستثمار المباشر وبالتالي فهي لتولد علاقات المديونية وبالتالي فهي لا تتحمل المخاطرة نيابة عن أصحاب الأموال (1)

---

(1)- د- محمد علي القري – صناديق الاستثمار الإسلامية – ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة

الشكل رقم : (5) العنوان: تمثيل بياني لصندوق استثمار إسلامي



المصدر: ورقة عمل حول تجربة بنك الاستثمار في طرح المنشآت المالية الإسلامية (الخرطوم) 2009

## المطلب الثاني: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية :

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى الصيغ المهمة في مجال الاستثمار المالي الإسلامي وتحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وبالتالي هي تتميز ببعض الميزات الهامة والخاصة عن غيرها من باقي صناديق الاستثمار التقليدية نذكر منها :

- لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل عن الجهة المنشأة لها وبالتالي فهي مؤسسة ذات شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الإدارة إلا في حالات استثنائية مثل صناديق الاستثمار السعودية<sup>(1)</sup> .

- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامي مثل المضاربة والمرابحة والسلم والاستصناع والإجارة وأي صيغ مستحدثة لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية .

- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق مادامت لا تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية بالإضافة إلى أنها تخضع لرقابة البنك المركزي

- تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال ( حملة الصكوك ) حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة ويمثل الصندوق رب العمل وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة<sup>(2)</sup> .

- يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة تحكمها علاقة الوكالة أو عقد العمل بالصندوق وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط والإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية .

---

(1)- زينب السلامة – ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها بالمملكة العربية السعودية بحث ضمن

مجلة الإدارة العامة – العدد الأول-ص24

(2) – محمد عبده ادم – صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تعبئة واستخدام الموارد – رسالة

دكتوراه جامعة النيلين بالسودان 2007- ص 148

---

- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهماتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لفترات مختلفة ويناسب صغار المستثمرين وهذا يستلزم إعادة تقويم الوحدات أو الصكوك الاستثمارية على فترات دورية وهذا يوجب الالتزام بمعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان من المؤسسين والمشاركين والمسوقين وأمناء الصندوق والإدارة ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية

- توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقا لضوابط عقود المضاربة أو الوكالة أو العمل وذلك طبقا للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

### **المطلب الثالث: العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق وطبيعتها:**

العلاقات السببية الناشئة بينها تحكمها مجموعة من العقود والتي سيتم التعرض لطبيعتها ولدورها في العملية الاستثمارية المتعددة الأطراف .

#### **1- العلاقة بين المدير والصندوق:**

مدير الصندوق هو الجهة الفنية التي تتولى إدارة معاملات وعمليات الصندوق وهو في غالب الأحيان شركة مختصة في إدارة المحافظ المالية تتمتع بالخبرة الفنية اللازمة من اجل مباشرة عملها وهذه الشركة أو المدير الاستثماري لا يرتبط بعلاقة مباشرة مع المستثمرين في الصندوق .

علاقته هي مع الصندوق ذاته ولتكييف العلاقة بين مدير الاستثمار والصندوق فيمكن القول انه يربطه بالصندوق عقد الوكالة باجر وبالتالي فهو أجير للصندوق يحصل على أجره مقطوعة لقاء عمل الإدارة<sup>(1)</sup>

#### **2- العلاقة بين المستثمرين و الصندوق:**

المستثمرون أو المشتركون في الصندوق و هم الذين يساهمون في الصندوق بأموالهم

---

(1)- د- محمد علي القري - ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة - مرجع سبق ذكره - ص12

---

ولا يباشرون إدارته ويحصلون مقابل الأموال التي يقدمونها للصندوق على وحدات استثمارية أو (الصكوك) ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

### **3- العلاقة بين الصندوق والجهة المنشأة له :**

قد تكون الجهة المنشأة للصندوق احد المصارف الإسلامية أو التقليدية أو حتى مجموعة من رجال المال و الأعمال ويطلق عليهم اسم المؤسسون وتربطهم بالصندوق علاقة عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانونا أمام غيرهم .

### **4- العلاقة بين الصندوق والأمين :**

لكل صندوق من صناديق الاستثمار وبخاصة في كونه صندوقا للأوراق المالية وديع أو أمين وهو يحفظ وثائق الصندوق و يباشر عمليات البيع والشراء أو بالمعنى الأدق هو الجهة التسويقية للوحدات الاستثمارية أو الصكوك وقد تعهد هذه العملية إلى بعض المؤسسات المالية وهي غالبا إحدى المصارف المتخصصة في هذه المسألة وهو يحصل لقاء هذه العملية على عمولة وفقا لعقد .

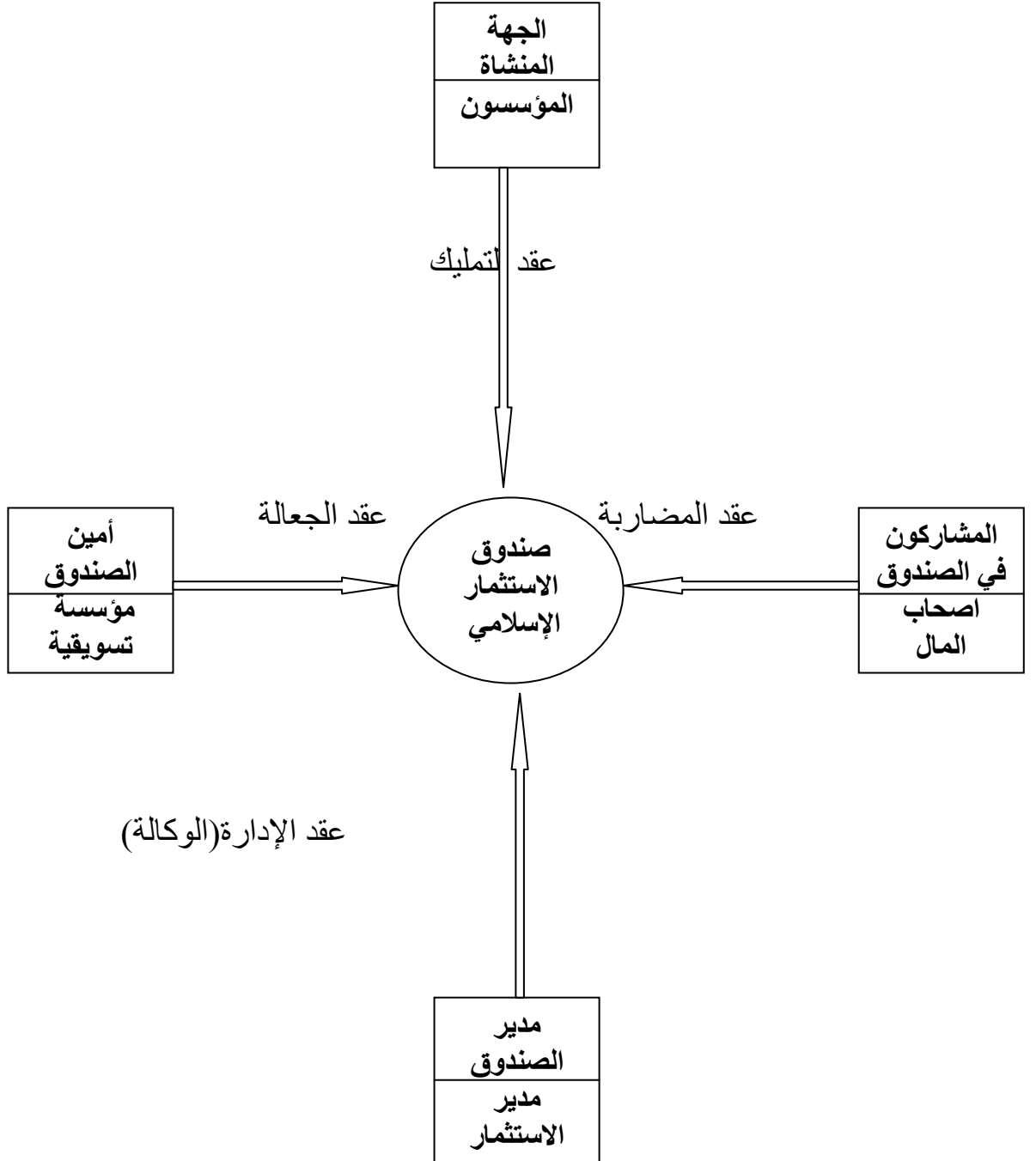
الوكالة بأجر وقد تعهد إدارة الصندوق إلى هذه المؤسسات أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق وفقا لعقد الجعالة<sup>(1)</sup> .

---

(1)- د - حسين شحاتة - منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية و المالية على صناديق الاستثمار الإسلامية - المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي - جامعة أم القرى -

شكل رقم: (6)

العلاقة السببية بين أطراف صندوق الاستثمار الإسلامي



## المبحث الثالث :أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية – مخاطرها وطرق

### الرقابة عليها

إن صناديق الاستثمار الإسلامية مثلها مثل الصناديق التقليدية فهي بدورها لها عدة أنواع ويمكن لها أن تتعرض هي الأخرى لعدة مخاطر وهذا ما سيتم التعرض له في هذا المبحث بالإضافة إلى طرق الرقابة عليها .

### المطلب الأول : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

**1- صناديق الأسهم الإسلامية :** إن صناديق الأسهم الإسلامية تعد حديثة النشأة إذا ما قورنت بصناديق الأسهم العادية فهي لا تعود لأكثر من 5 سنوات ولقد ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الاستثمار والدخول وبالتالي فان شركات الاستثمار التساهمية على نوعين : تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل المؤسسات المالية الربوية وشركات بيع الخمر وغيرها فهذه لا يجوز المساهمة فيها مطلقا وهذا ما تنص عليه المجامع الفقهية وشركات استثمار يكون نشاطها مرتكز على ما هو مباح وهذا ما تأسس صناديق الاستثمار الإسلامية نشاطها عليه وبالتالي يقوم عمل الصندوق على مبدئين أساسيين الأول وهو اختيارا لشركات التي يكون نشاطها مباحا فلا تستثمر في البنوك و الشركات التي تنتج المواد المحرمة كالخمر مثلا والثاني أن يقوم المدير بحساب ما دخل إلى الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق كما يجب عليه التقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون .

### **2- صناديق السلع :** هي صناديق تخصص مجوداتها لشراء سلع بالنقد ثم تقوم

بعملية بيعها بالأجل ونظرا لخصوصية عمل الصندوق وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة وان يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق اكبر قدر من السيولة اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية وليس إلى تمويل العمليات المحلية ومن جهة أخرى فان تطور أسواق



السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق باجر تتوافر لديها الخبرات والقوة المالية .

أصبحت تلك الأسواق مكانا مناسباً لعمل صناديق السلع والسلع المقصودة هي تلك السلع التي لها بورصة المواد الطاقوية والمواد المعدنية .

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة فيستثنى من السلع الذهب والفضة ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع بالأجل أو المرابحة أو السلم وهذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية ومن أهم ضوابط العمل أن تكون عمليات الشراء حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه .

## **2-1- صناديق المرابحة : تقوم صناديق المرابحة على التمويل بالأجل بطريقة**

المرابحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية فيقوم الصندوق بشراء كمية من السلع بالنقد ثم بيعها إلى طرف ثالث غير من اشترى منه بالأجل وتكون مدة الأجل قصيرة في غالب الأمر لا تتجاوز عدة أشهر.

## **2-2- صناديق السلم : السلم من البيوع التي يؤجل فيها قبض المبيع (السلعة)**

ويعجل فيها قبض الثمن وهو من البيوع الجائزة شرعاً ومن شروطه أن يكون في سلعة قابلة للوصف مملوكة في الذمة فلا يجوز فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل وأن يدفع الثمن كاملاً وقت العقد كما يجب أن يحدد مكان وزمان التسليم .

ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح مثلاً تسلم إلى الصندوق بعد ثلاثة أشهر ولكن الصندوق لا يرغب في تسلم البضاعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم مواز أي أنه يبيع سلعة مماثلة بنفس الشروط مع اختلاف المدة (1)

(1) - د- محمد علي القرني - صناديق الاستثمار الإسلامية - ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة

---

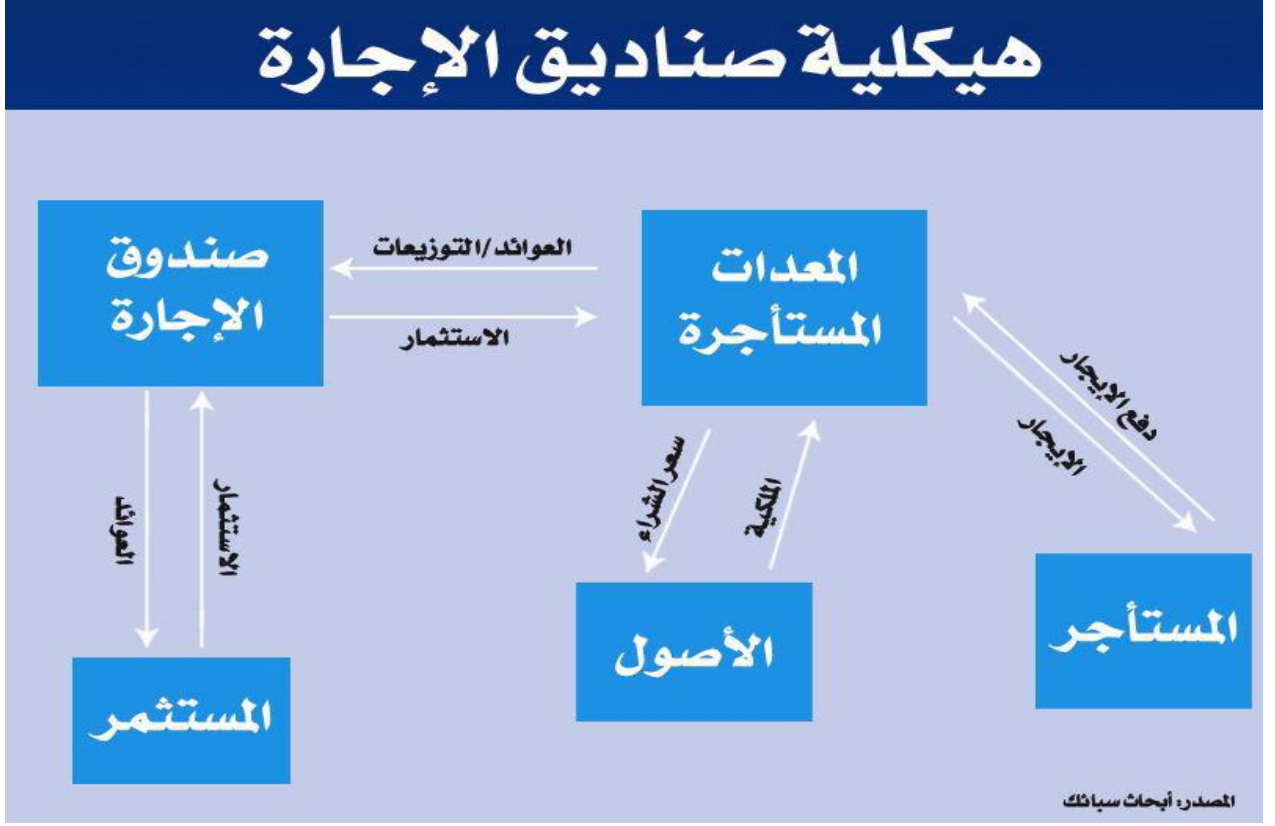
أي أن الأول مدته ثلاثة أشهر والثاني مدته شهر واحد ويحقق الربح من فارق السعر نتيجة التغير في أسعار الأسواق

**3- صناديق التاجير:** يعد عقد الإجارة أحد العقود الملائمة لعمل البنوك للإمكانيات التي يقدمها العقد المذكور في التمويل إذ يمكن للمصارف شراء الأصول وتأجيرها لمدة طويلة للعملاء بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار وتعد صيغة الإيجار المنتهي بالتمليك إحدى الصيغ الأساسية في عمل البنوك ومع أن صيغة الإيجار المنتهي بالتمليك كثيرة الانتشار في عمل البنوك الإسلامية فليس لهذه البنوك خصوصية في تطبيقها إذ هي مشهورة في كثير من البلدان وبخاصة في الدول الغربية .

وتنقسم عقود الإيجار إلى نوعين مباشر وهو صيغة التمويل المعروفة حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل معين ثم يقوم بتأجيره بأقساط إيجارية سواء كانت شهرية أو دورية بحيث يسترد رأس المال وربحاً يتم الاتفاق عليه ويبقى البنك مالكا للأصل حتى نهاية العقد وتأجير غير مباشر مثل أن تكون عمليات التأجير جزءاً من عمل الصندوق الاستثماري فإذا كان غرض الصندوق هو تمويل عقود التأجير فإن هذه الأموال ستوجه إلى أحد نوعين من الاستخدامات :

الأول هو توليد أصول تأجيرية بشراء الصندوق للألات أو المعدات ثم تأجيرها إيجاراً ينتهي بالبيع إلى المستأجر ويصدر الصندوق عندها وحدات تمثل ملكية في تلك الأصول يشتريها المستثمرون .

والثاني هو شراء الأدوات التي تنشئها شركات تأجير السيارات والطائرات وغيرها وهو نوع من التصكيك للمؤسسات المالية حيث تقوم بإصدار أوراق مالية مقابل الدخل المتولد من أصول مؤجرة وتتكون هذه الأوراق في العادة من الأوراق العادية والأوراق الممتازة.



### المطلب الثاني : مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية

يسعى كل مستثمر للحصول على ربح وهو يحاول الحصول على هذه الأرباح ضمن تفضيلات معينة يستمدّها من منظوره الخاص أو توقعاته المستقبلية أو قيم ومبادئ دينية وأخلاقية .

#### 1- مفهوم المخاطرة :

إن مفهوم المخاطرة هو جزء من منهج اتخاذ القرارات الاستثمارية ومفهوم المخاطرة له علاقة بمفهوم عدم اليقين وهي احتمال وقوع أمر غير متيقن الوقوع إما الأمور اليقينية فلا يكتنفها الخطر أو المخاطرة .

---

## **2- توسيع مفهوم المخاطرة ليشمل المخالفات الشرعية :**

جرى العرف على أن الخطر يتعلق بالجوانب المالية للاستثمار مثل المخاطر الائتمانية ومخاطر سعر الفائدة وأسعار الصرف وما إلى ذلك وإذا كنا بصدد الحديث عن صناديق الاستثمار الإسلامية فيحسن الإشارة إلى أن مفهوم المخاطرة يمكن أن يكون أوسع مما ذكر أعلاه بإدخال الجوانب الشرعية المتعلقة في صناديق الاستثمار في قياس المخاطر ولا ريب أن مخالفة المدير للمعايير الشرعية يؤدي إلى اكتساب ربح غير مشروع يلزم المستثمر التخلص منه فيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة استثماره و إلى عدم تحقيق أهدافه الاستثمارية (1) .

### **3- المخاطر المباشرة :**

يمكن تقسيم المخاطر المباشرة في صناديق الاستثمار إلى نوعين من المخاطر .

### **3-1 مخاطر الصندوق :**

ويقصد بمخاطر الصندوق تلك المكاره التي يتعرض لها الصندوق ومن ثم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره .

### **3-1-1 مخاطر التقلبات الاستثمارية :**

وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول أو انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلبيًا أو إيجابيًا على حصة المستثمر وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها أكثر حدة من تلك التي تستثمر في غيرها من الأصول المالية .

---

(1) - د- محمد علي القري - إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية - الندوة السادسة

---

**3-1-2- مخاطر التنويع :** إن الميزة التي تقدمها صناديق الاستثمار عن غيرها من باقي طرق الاستثمار هي ميزة التنويع حيث يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنويع بصفة مباشرة لأنه يتوافر لديه حجم من الأموال الذي يكفي لمثل هذا بيد أن ذلك لا يتوافر للمستثمر الصغير إلا من خلال الصندوق فإذا لم يتوافر الصندوق على التنويع بالمستوى المطلوب قد تعرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك ومن ثم عد ذلك من المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصندوق .

**3-2- مخاطر اختيار المراكز:** تقتصر بعض صناديق الاستثمار على الاستثمار محليا داخل بلد المنشأ إلا أن أغلبها يستثمر خارج الحدود وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز وتتضمن مخاطر تغير أسعار الصرف الأجنبي والمخاطر السياسية كتغير الحكومات مثلا

**4- المخاطر الغير المباشرة :** وهي تلك المخاطر التي يواجهها الصندوق في تعامله مع الجهات الأخرى ويمكن تلخيصها فيما يلي :

**4-1- المخاطر الائتمانية :** وتظهر هذه المخاطر في الصناديق التي تعتمد في استثمارها على البيوع الآجلة مثل صناديق المراجعة و الاستصناع .

**4-2- المخاطر التجارية :** وتتنحصر هذه المخاطر في تغير أسعار السلع والمواد الأولية التي يقوم الصندوق بالاستثمار فيها بالإضافة إلى تغير أسعار الفائدة .

**4-3- مخاطر السيولة :** قد يواجه صندوق الاستثمار أحيانا مخاطر السيولة بحيث لا يتوافر لديه الكم اللازم من الأموال لمواجهة طلبات الاسترداد مثلا فهوة يحتاج من وقت لآخر إلى بيع بعض أصوله لتوفير هذه السيولة إذا لم يجد من يشتري منه هذه الأصول عند الحاجة إلى السيولة فسيواجه ما يعرف بمشكلة السيولة وهي مخاطر قد يواجهها أي صندوق استثماري<sup>(1)</sup> .

---

(1)-Emmett- Vaughan Therese-Fundamentals of risk and Insurance-New York- John Wiley & sons1999 p125

## المطلب الثالث: الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية

### 1- أهمية الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية :

إن معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تخضع للرقابة المالية والشرعية بسبب تعدد مصالح الجهات المرتبطة بها ولذلك يجب التأكد من سلامة معاملات هذه الصناديق وعدم المساس بحقوق المشتركين وكذلك التأكد من السلامة الشرعية والقانونية ... الخ.

وتكمن ضرورة هذه الأهمية في :

- ضرورة الاطمئنان من التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وهذا ما يوجب الرقابة الشرعية.

- ضرورة التأكد من أن عقود الصناديق تتم وفق القوانين والقرارات والتعليمات الواردة من الجهات الحكومية مثل البنك المركزي والسوق المالية (البورصة) وهذا ما يوجب الرقابة القانونية والمصرفية .

- الحرص على أن أموال العملاء أو المشتركين في الصندوق جمعت بالطرق الصحيحة ووظفت بالطرق المعمول بها طبقاً لأسس ومعايير وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامي وهذا ما يوجب الرقابة الاستثمارية .

- التأكد من أن كل عمليات الصندوق من قبض ودفع قد روجعت مستندياً وحسابياً و لائحياً وهذا ما يستدعي الرقابة المالية الداخلية .

- وجوب التأكد من صحة القياس والإفصاح المحاسبي عن حقوق أطراف الصندوق والمركز المالي ونتائج أعمال الصندوق وطرق توزيعها وهذا ما يوجب الرقابة الخارجية على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي .

- تقويم الأداء عن فترات دورية وكذلك تحديد صافي قيمة الوحدات الاستثمارية من أجل تسهيل اتخاذ قرارات المستثمرين سواء بالإبقاء أو الخروج وهذا ما يوجب الرقابة الإدارية .

## 2- أجهزة الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية :

تتعدد أجهزة الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تعمل مجتمعا وفق نظام متكامل من أجل تحقيق الغاية التي وجدت من أجلها وهي المحافظة على الأموال وتنمية الأرباح وتمثل هذه الأجهزة في :

1- هيئة الرقابة الشرعية : وهي هيئة يخول لها القانون ممارسة الرقابة الشرعية على معاملات صندوق الاستثمار الإسلامي .

2-2- مفتشو الجهات الحكومية : وتكمن مهمتهم في ممارسة الرقابة القانونية و مدى سلامة معاملات الصندوق الاستثماري من المخالفات التشريعية القانونية.

2-3- المراقب الإداري : و يقوم بمراقبة مدى التزام الصندوق باللوائح و التنظيمات الإدارية .

2-4- السلطة النقدية (البنك المركزي) : وهو يمارس الرقابة المصرفية .

2-5- الخبير الاستثماري : وهو يمارس الرقابة لاستثمارية على معاملات صندوق الاستثمار الإسلامي .

2-6- إدارة الرقابة الداخلية : و تقوم بممارسة الرقابة المالية الداخلية على المعاملات المالية التي يقوم بها الصندوق .

2-7- مدقق الحسابات الخارجي : و هو يمارس الرقابة المالية الخارجية .

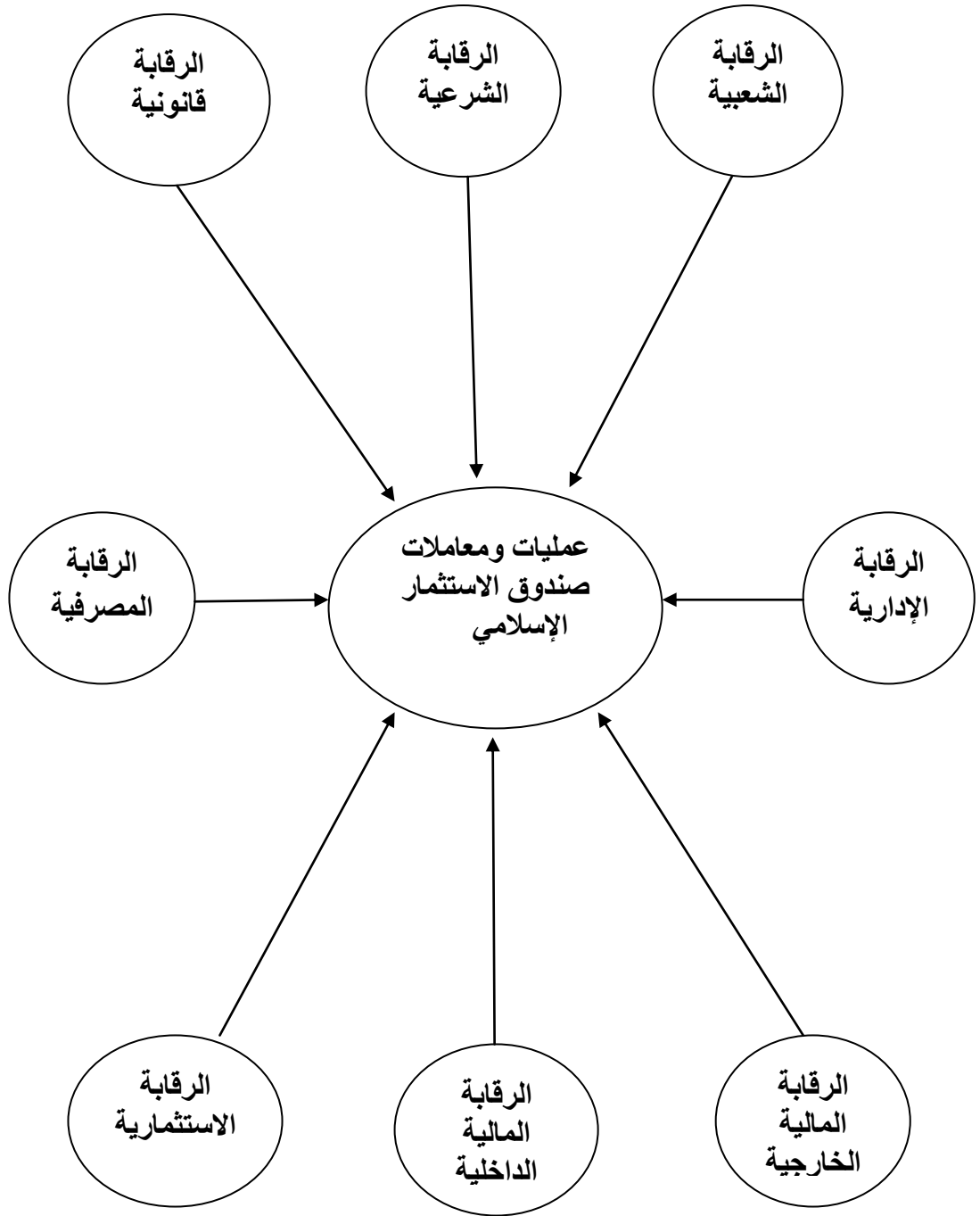
2-7- هيئة الرقابة الشعبية : و تمارسها المؤسسات الشعبية .

وما تجدر الإشارة إليه انه ولكي تتم هذه الرقابة دون أي تعطيل لأعمال الصندوق الاستثماري يجب أن تتم وفق خطط معينة وضوابط موضوعية كما يجب أن تحكمها أسس ومعايير تستخدم فيها مجموعة من الوسائل والأدوات بما يتلاءم وخصوصيتها .

---

(1) - د - حسين حسن شحاتة - منهج مقترح لتفعيل الرقابة على صناديق الاستثمار

الشكل رقم (8): مخطط بياني يوضح مختلف أنواع الرقابة على الصناديق الإسلامية





## المطلب الرابع : صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم

تعتبر صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية حديثة العهد نسبيا إلا أن ذلك لا يمنع أن إمكانيات نموها اليوم اكبر من أي وقت مضى سواء من حيث العدد أو حجم الأصول الخاضعة للإدارة وهذا يتعلق بالدرجة الأولى بالتوجه العالمي نحو سوق التمويل الموافق للشريعة الإسلامية و الذي جاء نتيجة الأزمة المالية العالمية والتي زعزعة ثقة المستثمرين النظام المالي التقليدي بما فيه من الصناديق الاستثمارية التقليدية .

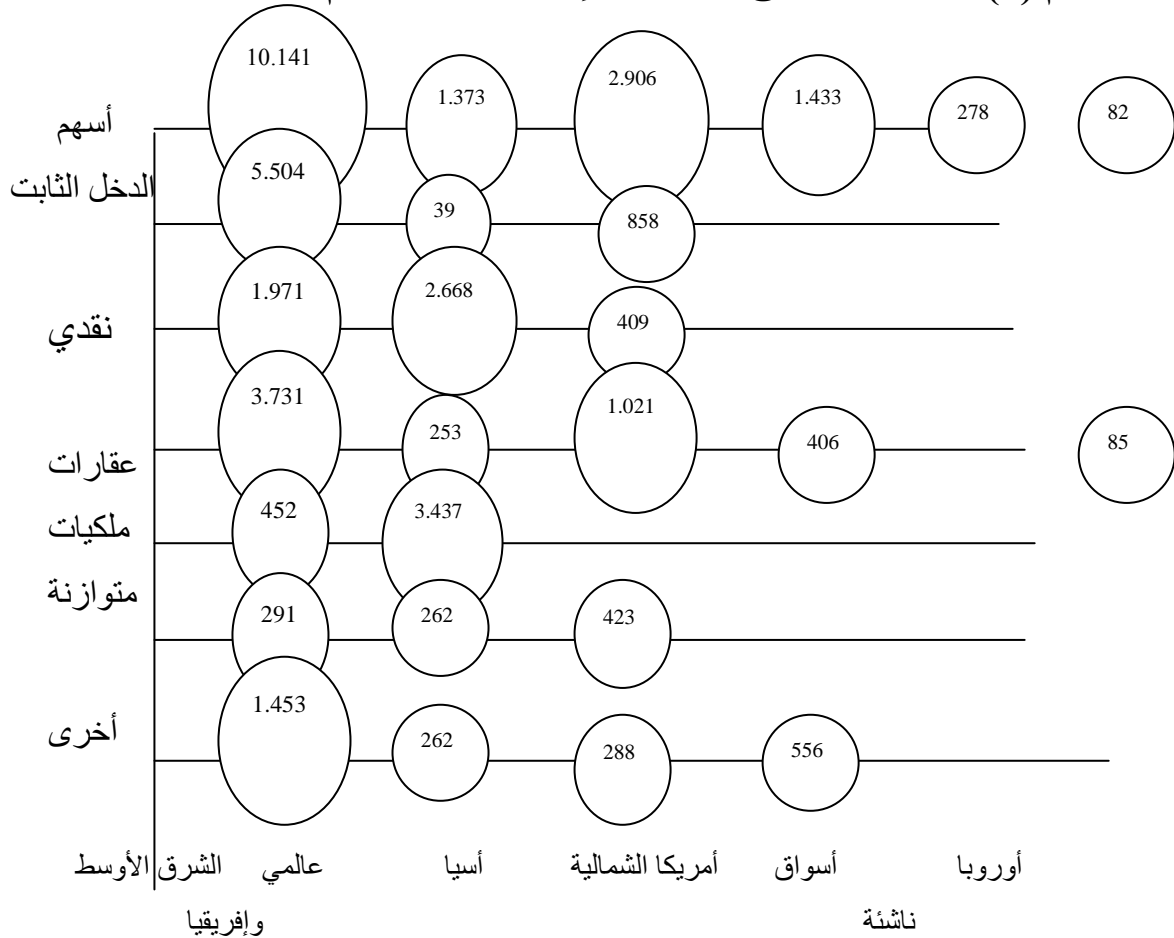
والجدير بالذكر أن دائرة العملاء لدى الصناديق الاستثمارية الإسلامية اتسعت في العقد الماضي لتشمل عددا كبيرا من المستثمرين من غير المسلمين ولقد تطورت هذه الصناديق في مجال إدارة الثروات لتلبي احتياجات المستثمرين الذين يريدون دخول أسواق المال في إطار أحكام الشريعة الإسلامية وذلك من جلال العديد من الأدوات مثل الصكوك والمضاربة و الإجارة وغيرها وبهذا أصبح لصناديق الاستثمار الإسلامية مجموعة واسعة من الفرص في مختلف أنحاء العالم وذلك في ظل توجه عدد متزايد من البنوك والمؤسسات المالية و الشركات الغربية إلى هذا النوع من الاستثمارات فضلا عن الأجهزة الحكومية بدأت بإصدار الصكوك ولا سيما منذ بداية الأزمة المالية في عام 2007 وعلى الرغم من تضرر صناعة الصناديق الإسلامية خلال الأزمة شأنها شأن جميع القطاعات المالية إلا أنها بدأت تكتسب المزيد من الاهتمام والشعبية في الأشهر الأخيرة خصوصا مع تحقيق اغلبها عوائد أفضل من نظيرتها التقليدية .

**1- التوزيع الجغرافي :** وحسب التوزيع الجغرافي للصناديق الإسلامية تتركز 45% من 680 صندوق حول العالم في دول مجلس التعاون الخليجي وهو ما يمثل مجموعة 306 صندوق إذ انه على مدى العقد الماضي شهد هذا النوع من الصناديق نموا سريعا في منطقة الشرق الأوسط نتيجة زيادة حجم الثروات داخل دول الخليج بفضل ارتفاع أسعار النفط وتعتبر ماليزيا والسعودية أكثر مراكز الصناديق الإسلامية والأكثر جاذبية في العالم نظرا لعدد الحوافز المعتمدة داخل هاتين الدولتين ومستوى التحرر في قطاع التمويل الإسلامي ككل وتستحوذ ماليزيا على 26 % من الصناديق حول العالم ليلبغ عددها 194 صندوقا تدير أكثر من 86 مليار دولار في حين تبلغ حصة المملكة العربية

السعودية 19,6 % عالميا أي 147 صندوقا إسلاميا تدير نحو 18 مليار دولار وهذا حسب بيانات ليبر للأبحاث التابعة لمؤسسة طومسون رويترز واللافت أن الصناديق في المملكة تدير أكبر حجم من الأصول عالميا وذلك يعود لعدة مزايا أبرزها الفئة المسلمة الغنية إضافة إلى السياسة الضريبية في لا تفرض ضرائب على الشركات المحلية .

أما بالنسبة للدول الأخرى فتستحوذ الإمارات العربية المتحدة على 55 صندوق تدير أصولا بحوالي 5.5 مليار دولار وتتبعها الكويت التي تضم 36 صندوقا تدير 3 مليار دولار تقريبا في حين يعمل في مملكة البحرين 20 صندوقا حجمها أقل من مليار دولار تدير أربع صناديق في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 2.5 مليا دولار أما في جنوب إفريقيا فثمانية صناديق تدير ما يعادل 644 مليون دولار في حين تدير قطر 16 مليون دولار من خلال صندوق واحد.

### الشكل رقم (9) : أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم بالمليون دولار



المصدر : أرنست يونغ

**- الأداء والعوائد:** فيما يخص أداء صناديق الاستثمار الموافقة للشريعة الإسلامية فلقد حققت صناديق الصكوك العام الماضي ارتفاعا بنسبة 16,07 % مسجلة قفزة نوعية مقارنة بعوائد 2008 بنسبة 10,19 % وهذا يعود طبعا بالدرجة الأولى إلى تحسن أوضاع أسواق الدين بشكل عام وسوق الصكوك بشكل خاص وعلى المستوى العالمي تصدرت صناديق الصكوك ذات العوائد المرتفعة قائمة الصناديق من حيث الأداء مستفيدة من تقارب الفجوة بين عمليات البيع والشراء والحقيقة أن الصناديق الإسلامية لم تتمكن من الاستفادة من الارتفاع اللافت للأسواق الناشئة وهذا بسبب عدم الاستثمار فيها والتركيز فقط على الأسواق الإقليمية في دول الخليج وعلى الرغم من ذلك حققت صناديق الأسهم والأصول المتنوعة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في 2009 أداء أفضل من سنة 2008 مسجلة عوائد بنسبة 18,48 % و 14,07 % في المتوسط على التوالي .

**الجدول رقم (4): إحصائيات لعدد الصناديق الإسلامية وحجمها في بعض دول العالم**

الدولة	عدد الصناديق	الحجم
ماليزيا	194	8.6 مليار دولار
السعودية	147	18 مليار دولار
الإمارات العربية	55	5.5 مليار دولار
الكويت	36	3 مليار دولار
البحرين	20	تقريبا مليار دولار
الولايات المتحدة	04	2.5 مليار دولار
جنوب إفريقيا	08	644 مليون دولار

المصدر : القبس الاقتصادي

---

## خلاصة الفصل الثاني :

لا تقل صناديق الاستثمار الإسلامية أهمية عن الصناديق التقليدية من حيث الدور الذي تلعبه في جمع الادخار و إعادة توزيعه بالرغم من حداثة نشأتها فلقد أصبح لهذه الأخيرة مكانة واسعة في الاقتصاد العالمي خاصة عند الفئات المسلمة والتي تهتم بطرق التمويل الإسلامية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية والتي هزت أركان النظام المالي التقليدي ( الربوي ) فأصبح بهذا تزايد الاهتمام بهذا النوع من التمويل المالي نظرا للمزايا والصيغ التي يقدمها بالإضافة إلى قلة حجم المخاطرة فيه .

---

## الفصل الثالث : الدراسة المقارنة

---

## المقدمة :

لقد تناولنا في الفصل الأول دراسة صناديق الاستثمار التقليدية ثم تلتها دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية في الفصل الثاني وفي هذا الفصل الأخير من الدراسة سوف يتم إجراء نوع من المقارنة ما بين هذين النوعين المختلفين من صيغ الاستثمار الحديثة وذلك وفق الخطة التالية:

سوف يتم في المقام الأول دراسة المفارقة والاختلاف ما بين هذين النوعين في الجانب النظري وفي المقام الثاني سوف يتم إجراء المقارنة في الجانب العملي الواقعي وذلك كما يلي :

- المقارنة في الإطار النظري
- المقارنة في الإطار العملي

## المبحث الأول : المقارنة في الإطار النظري

سوف يتم في هذا المبحث دراسة الفروق المنهجية والنظرية لكل من صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية والقواعد الأساسية التي يقوم عليها كل من هذين النوعين من الصناديق بالإضافة إلى دراسة الأدوات المالية التي تخضع لكل منهما والمؤسسات التي تبنتها .

### المطلب الأول : الاختلاف النظري بين صندوق الاستثمار التقليدي و الإسلامي

مما لا شك فيه أن هناك عدة اختلافات جوهرية تعد قاعدة أساسية لقيام كلا من الصندوقين التقليدي و الإسلامي.

#### 1- القواعد و الأسس التي تحكم عمل صندوق الاستثمار التقليدي:

من المعلوم أن أساس قيام المالية التقليدية هو النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على عدة أسس و لعل من بين الأسس المالية التي تتبناها صناديق الاستثمار التقليدية .  
**1-1- فكرة الفائدة :** مما لا شك فيه أن الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية هو مبني أساسا على قيام فكرة الفائدة في تعاملات الصندوق فالملاحظ على صناديق الاستثمار التقليدية أنها تستثمر في جميع أدوات الدين باختلاف أنواعها و التي هي بدورها تقوم على فكرة الفائدة .

**1-2- التعامل بأدوات الدين:** إن الأساس الذي تقوم عليه المالية التقليدية هو التعامل بأدوات الدين و التي هي أساسا مرتبطة بفكرة الفائدة التي تحدثنا عليها سابقا وتتمثل هذه الأدوات أساسا في السندات باختلاف أنواعها بالإضافة إلى أدونات الخزانة وتعتبر هذه الأدوات محظورة على المالية الإسلامية ولا يمكن لها استعمالها كأدوات استثمارية في هذا المجال وبالتالي تعتبر أدوات الدين المقترنة بالفائدة أحد الفواصل بين المالية التقليدية و المالية الإسلامية .

#### 2- القواعد و الأسس التي تحكم عمل صندوق الاستثمار الإسلامي :

القواعد التي تحكم عمل صناديق الاستثمار الإسلامية نظرا لطبيعتها الخاصة التي تميزها عن غيرها من الصناديق التقليدية وسوف يتم تناولها فيما يلي :

**2-1- القواعد الشرعية<sup>(1)</sup>:** هناك عدة قواعد شرعية تحكم عمل الصناديق الإسلامية و هي في الحقيقة تعكس المبادئ التي يقوم عليها النظام الاقتصادي الإسلامي وهي :

- استخدام كافة الثروات طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية
- عدم إلحاق الضرر بأحد أطراف العقد دون غيره ( لا ضرر ولا ضرار )
- لكل من صاحب المال و المضارب حق في الأرباح كما يتم تقاسم الخسائر
- إذا كان القصد من إبرام العقد مشروعاً كان العقد صحيحاً وإلا فلا
- يتم اللجوء إلى العرف في حالة انعدام وجود مصدر شرعي بشرط ألا يخالف العرف الشرع والآداب العامة

## **2-2- القواعد المالية والمصرفية :**

**2-2-1 عدم التعامل بالفائدة :** فأساس عمل صندوق الاستثمار الإسلامي هو عدم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً وذلك من خلال تجنب كل الأدوات المالية التي لها صيغة الدين بالفائدة مالية وهذا هو الفرق الجوهرى بين التعاملات المالية التقليدية و التعاملات المالية الإسلامية .

**2-2-2- الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية :** تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بتقديم خدماتها في إطار الشريعة الإسلامية فلا تقوم بتوجيه استثماراتها إلى أنشطة تدخل في إطار ما هو حرام كالاستثمار في الشركات التي تبيع الخمر مثلاً<sup>(2)</sup> .

**2-2-3- الأخذ بمبدأ المشاركة فى الربح والخسارة :** أي أن العلاقة بين العملاء وصناديق الاستثمار الإسلامية يمكن صياغتها على أنها علاقة بين صاحب المال و العامل ( المضارب ) أي أن العلاقة هي علاقة مضاربة وهي من الصيغ الاستثمارية الجائزة شرعاً المطابقة لمبادئ الشريعة الإسلامية .

---

(1) د- سيف الدين إبراهيم نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم – المركز العالمي لأبحاث

الاقتصادي الإسلامي- جدة – 1405هـ ص 77

(2)- د- احمد السيد كردي – نظرة عن قرب لتنمية و تطوير البنوك الإسلامية – الأردن -



## **2-2-4- وجود هيئة شرعية قائمة على الصندوق** : إذ أنه لا بد من وجود هيئة شرعية

لها طابع استثماري و رقابي في نفس الوقت و التي تبت في كافة القضايا التي تخص عمل الصندوق الاستثماري الإسلامي وهذا للحد من وقوعه في مشاكل قد تؤدي به إلى الخروج عن إطاره الشرعي

## **2-2-5- حسن اختيار القائمين على إدارة الأموال** : فمن المفترض أن تبذل المؤسسات

القائمة على هذه الصناديق كل جهودها من أجل اختيار القائمين بإدارة الأموال بما يضمن حسن إدارتها و الحفاظ عليها من الضياع

## **المطلب الثاني : المقارنة من حيث شركات الإدارة و الأدوات المالية المستعملة**

### **من حيث شركات الإدارة** : لا يختلف الأمر كثيرا بين شركات الإدارة التي تدير

صناديق الاستثمار التقليدية والصناديق الإسلامية بحيث أن كل من الصندوقين تديره مؤسسة مالية مختصة في هذا المجال بالإضافة إلى أن كل من الصندوقين يتمتع بال شخصية المعنوية و الاستقلال المالي و المحاسبي عن الشركة التي أنشأته وبالرغم من هذا إلا أن هناك اختلاف بين العلاقة التي تربط صندوق الاستثمار التقليدي الشركة أو المؤسسة التي أنشأته و صندوق الاستثمار الإسلامي و الشركة التي تديره .

### **طبيعة علاقة صندوق الاستثمار الإسلامي بالشركة التي تديره** : يتولى إدارة صندوق

الاستثمار الإسلامي جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود أخرى مستحدثة و التي تعمل في إطار الأهداف و السياسات و الخطط الإستراتيجية و المرجعية الشرعية و القانونية و الاستثمارية وهذا ما يجعل مجلس الإدارة للشركة التي تدير صندوق الاستثمار الإسلامي يخضع للرقابة الشرعية على قراراته الاستثمارية.

### **طبيعة علاقة صندوق الاستثمار التقليدي بالشركة التي تديره** : يختلف نمط الشركة

التي تدير صندوق الاستثمار التقليدي من بلد لآخر ففي بريطانيا معظم صناديق الاستثمار التقليدية تنظمها وتديرها شركات التأمين على الحياة وفي أوروبا تنظم البنوك

معظمها أما في الولايات المتحدة الأمريكية فالبعض تنظمه شركات التأمين و البعض الأخر تنظمه شركات الأوراق المالية<sup>(2)</sup> أما عن طبيعة العلاقة التي تربط صندوق الاستثمار التقليدي بالشركة التي تديره فعادة ما تكون شركة الإدارة عميل و تقوم بعملية إدارة الصندوق مقابل عمولة محددة يتم الاتفاق عليها مسبقا في نشرة الإصدار وهي تقل عادة عن 1% من أرباح الصندوق<sup>(1)</sup> ويقوم مدير الصندوق عادة بتحليل التطورات الاقتصادية وتقييم أثر هذه التطورات على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتكوين محفظة استثمارية للشركة الاستثمارية التي يديرونها لتلبي رغبات مستثمريها ويترتب على مدير الصندوق أن يتقيد بالتعليمات التي وضعها في نشرة الإصدار الموزعة على المستثمرين ويجب أن تكون هناك رقابة داخلية للتأكد من قيام مدير الصندوق بالتقيد بما ورد في نشرة الإصدار .

## **2- من حيث الأدوات المستثمر فيها :**

إن الملاحظ للأدوات التي يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية و الصناديق الإسلامية الاستثمار فيها يجد عدة تشابهات كما أنها لا تخلو من الاختلافات في نوعية الأدوات وطرق استعمالها في عمليات الاستثمار فإذا كان المشروع أو القطاع الذي تستثمر فيه صناديق الاستثمار التقليدية أدواتها المالية مشروعا يخلو من المحرمات الشرعية يمكن الجمع بين عدة تشابهات ما بين الأدوات الاستثمارية لكلا الصندوقين .

## **2-1- أوجه الشبه بين صندوق الاستثمار التقليدي والإسلامي من حيث الأدوات**

### **المستثمر فيها :**

هناك عدة تشابهات بين الأدوات التي يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية الاستثمار فيها وهذا بطبيعة الحال إذا كانت هذه الأدوات تابعة لقطاعات مشروعة وغير محرمة شرعا ونجد من بين هذه الأدوات ما يلي :

---

(2)- مائير كوهين - النظم المالية و التمويلية - ترجمة عبد الحكيم الخزامي - مرجع سبق

---

**2-1-2- السلع :** يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية الاستثمار في السلع حيث تقوم بعملية شراء السلع ثم إعادة بيعها بالأجل وهو الأمر نفسه بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية فإذا كانت السلعة مباحة شرعا فيمكن لهذه الصناديق شرائها ثم إعادة بيعها

**2-1-1- الأسهم العادية :** باعتبار الأسهم العادية صكوك ملكية في أصول حقيقة وقد تتحمل الربح والخسارة في نفس الوقت فيمكن لصندوق الاستثمار الإسلامي الاستثمار في هذا النوع من الأسهم كما هي بطبيعة الحال من بين الأدوات الاستثمارية لصناديق الاستثمار التقليدية . بالأجل على أن يكون لهذه السلع بورصة منظمة مثل النحاس والألمنيوم و المواد الطاقوية كالبتترول و الغاز<sup>(1)</sup>

**2-1-3- العقارات :** تعتبر العقارات هي بدورها إحدى الوسائل الاستثمارية التي يمكن لكل من صناديق الاستثمار التقليدية الإسلامية الاستثمار فيها فهي تقوم بشراء العقارات و إعادة بيعها عندما ترتفع أسعارها وهي إحدى أكثر الوسائل الاستثمارية التي أصبحت تجلب إليها الصناديق الاستثمارية بنوعها تقليدية وإسلامية.

**2-1-4- المعادن النفيسة :** تعمل كل من صناديق الاستثمار على نوعها الإسلامية و التقليدية على الاستثمار في أسهم شركات الذهب والمعادن النفيسة وقد عرفت المعادن النفيسة كالذهب و الفضة وغيرها منذ القدم وساد التعامل بها و قد اعتمد الذهب كنظام لتسوية المدفوعات الدولية فكان أساسا للتسعير بحيث جعل سعر محدد للذهب مقابل العملات المختلفة لاسيما الدولار وظل الأمر هكذا حتى بداية السبعينات وتحول السعر إلى الأساس القائم على العرض و الطلب<sup>(2)</sup> .

الاستثمارية السابقة والتي يلتقي فيها كل من صندوق الاستثمار التقليدي والإسلامي فان صناديق الاستثمار التقليدية تستطيع أن تستثمر في جميع الأوراق المالية باختلاف أنواعها كالأسهم الممتازة والسندات باختلاف أنواعها قصيرة ومتوسطة و طويلة الأجل بالإضافة إلى أدوات الخزينة و العملات الأجنبية كالدولار و اليورو و الجنيه الأسترليني حيث تعمل صناديق الاستثمار على المضاربة في أسعار هذه العملات في

---

(1)- د- نزيه مبروك – صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي و الاقتصاد الوضعي – مرجع سبق ذكره ص 109

الأسواق العالمي و الاستفادة من الفارق في السعر ما بين سوقين أو أكثر  
**2-3- الأدوات الاستثمارية الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية :** تتعدد وتتنوع هي  
بدورها الأدوات الاستثمارية للصناديق الإسلامية فلقد وجدت لنفسها هذه الأخيرة الكثير  
من الوسائل المالية والتي يمكن لها أن توظف فيها أموالها بما يتوافق مع مبادئ  
الشريعة الإسلامية وهي تتمثل في الصكوك الإسلامية باختلاف أنواعها والتي نذكرها  
كالتالي :

- صكوك المرابحة

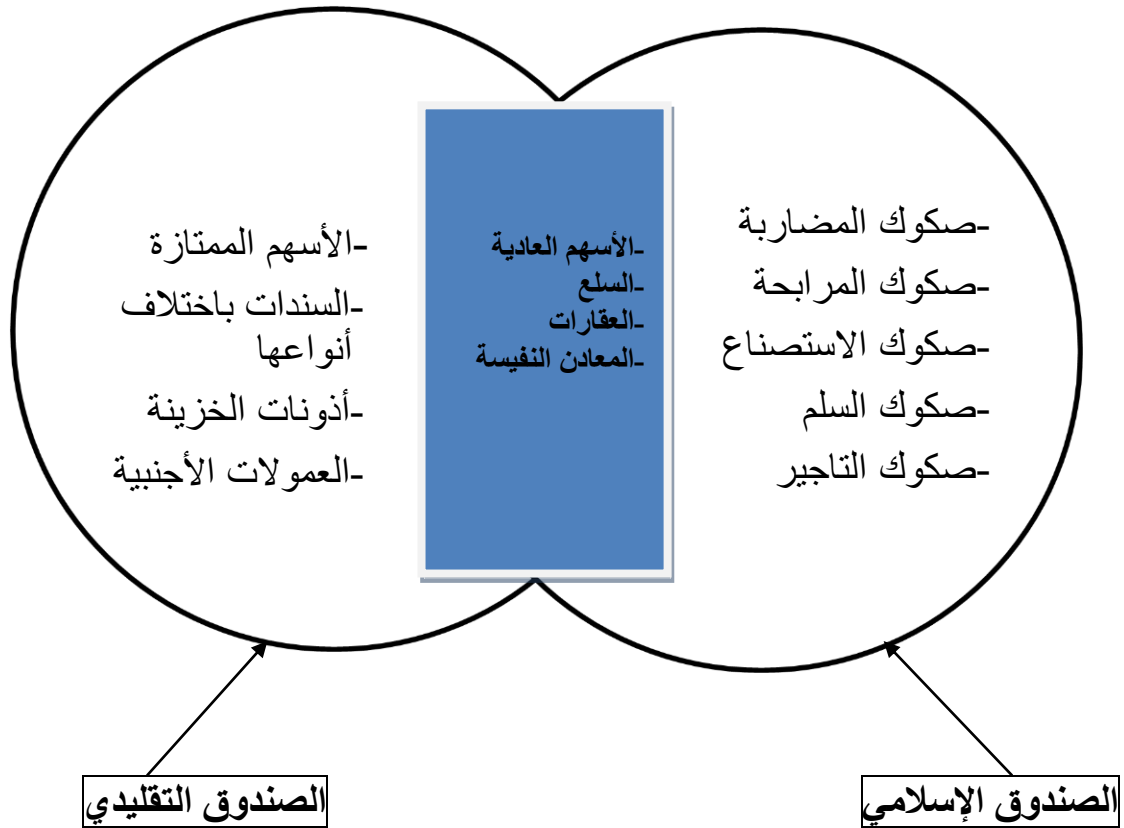
- صكوك الإجارة

- صكوك الإستصناع

- صكوك المضاربة

- صكوك السلم

الشكل رقم (10): أوجه الشبه والاختلاف بين أدوات الاستثمار للصندوق التقليدي و الإسلامي



## المبحث الثاني : المقارنة في الإطار العملي التطبيقي

لقد قمنا في المبحث الأول بإجراء المقارنة في إطارها النظري وسوف يتم في هذا المبحث بإجراء المقارنة بين صندوق الاستثمار التقليدي و الإسلامي في الواقع العملي ومقارنة الاختلافات بين الصندوقين

### المطلب الأول : من حيث الحجم و التوزيع الجغرافي

مما لا شك فيه أن هناك فرقا شاسعا ما بين حجم وعدد صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية وهذا راجع إلى الفرق ما بين حجم الصناعة المالية الإسلامية و التقليدية **1- حجم الصناديق الإسلامية وتوزعها الجغرافي :** يقدر حجم الصناعة المالية الإسلامية بحوالي 800 مليار دولار وتبلغ الأصول المستثمرة في الصناديق الإسلامية بحوالي 44 مليار دولار<sup>(1)</sup> وفي حال أخذنا في الحسبان الصناديق التي لا تفصح عن أية معلومات قد يرتفع هذا الرقم إلى حوالي 59 مليار دولار وفق أرقام "Eurekahedge" وقد يبدو هذا الرقم متواضعا لكنه إن دل على شيء فإنما يدل على قابلية هذه السلع الإسلامية على النمو في المستقبل القريب و البعيد.

أما من ناحية التوزيع الجغرافي فلقد استمرت الصناديق الإسلامية بالنمو في أسواقها التقليدية في الشرق الأوسط و اسيا و الباسيفيك مع حصة تقدر ب29% و 34% من الإجمالي على التوالي لكن في الوقت نفسه دخلت أسواق جديدة على الخط فأوروبا وأمريكا الشمالية تضم اليوم 15% من العدد الإجمالي للصناديق في حين بدأت مناطق أخرى حول العالم تقدم قيمة مضافة لهذا النوع من السلع مثل مصر اندونيسيا و باكستان .

أما من ناحية التوزيع للدول فتبقى مناطق الأوفشور مثل جزر الكايمان مرغوبة بشدة لهذا النوع من الخدمات إذ تسيطر على 20% من الإجمالي في حين حصة ماليزيا هي الأكبر 22% تتبعها السعودية 58% ثم الكويت 10% و البحرين 6% .

---

(1)-Amine Naite daode -Finance Islamique & Fonde sharia - mémoire nomine ou concoure des mémoires de la finance organise pare le centre des professions financières de paris- 2008- p26

لكن أين تنتشر أصول هذه الصناديق ؟ قد تبدو الصورة مغايرة للتوزيع الجغرافي للصناديق نفسها فحوالي 62% من إجمالي الأصول تأتي من الشرق الأوسط في حين لا يضم هذا الجزء من العالم إلا 29% من الصناديق و تعود أسباب هذا التوزيع إلى شهية دول مجلس التعاون الخليجي لهذا النوع من الخدمات و كذلك الطابع الإسلامي للمنطقة ، و تحتل آسيا و الباسيفيك الحصة الثانية من الأصول مع 12% من الإجمالي على الرغم من أنها مصدر ثلث الصناديق في العالم .

#### الجدول رقم (5) : السوق البنكية الإسلامية في سنة 2005

Zone géographique	Population musulmane (millions)	Rang	PIB / habitant (\$)	PIB « musulman » (milliards de dollars)	Taux de bancarisation potentiel*	Marché bancaire islamique potentiel (milliards de dollars)	Rang ajusté
Indonésie	229	1	3580	820	75%	615	1
Pakistan	158	2	2180	344	50%	172	10
Afrique sub-saharienne	151	3	850	128	50%	64	15
Afrique du Nord	145	4	3100	450	75%	337	5
Inde	142	5	2900	412	75%	309	7
Bangladesh	129	6	1300	168	50%	84	13
Asie centrale (hors Pakistan)	96	7	5250	504	50%	252	8
Turquie	71	8	7890	560	75%	420	4
Iran	63	9	6900	435	75%	326	6
Péninsule arabique	55	10	12480	686	75%	515	2
Levant (y.c. Irak)	57	11	2000	114	50%	57	16
Russie	22	12	9870	217	75%	163	11
Chine	18	13	5080	91	75%	69	14
Europe (y.c. Balkans)	15	14	31250	469	100%	469	3
Malaisie	14	15	9500	133	75%	100	12
Amérique du Nord	6	16	39500	237	100%	237	9
<b>Total</b>	<b>1371</b>			<b>5768</b>	<b>70%</b>	<b>4188</b>	

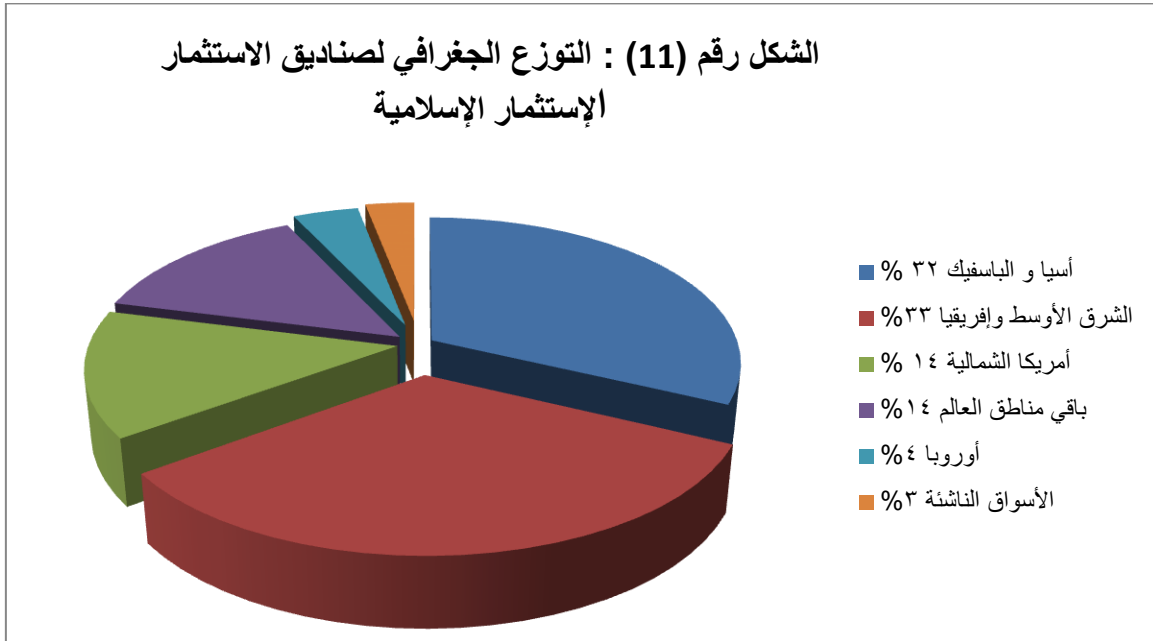
Actifs Islamiques Effectifs : 400. Taux de pénétration de la Finance Islamique : 9%

Source : Standard & Poor's, 2006

المنطقة الجغرافية	نصيبها من إجمالي صناديق الاستثمار الإسلامية
الشرق الأوسط وأفريقيا	33%
آسيا والباسفيك	32%
أمريكا الشمالية	14%
أوروبا	4%
الأسواق الناشئة	3%
باقي مناطق العالم	14%

جدول رقم (6): التوزيع الجغرافي للصناديق الإسلامية

**Source :** Ernest & Young , Islamic Funds and Investments Report 2007 , World Islamic Funds Conference , May 2007 .



**Source :** Ernest & Young , Islamic Funds and Investments Report 2007 , World Islamic Funds Conference , May 2007 .

---

## 2- حجم الصناديق التقليدية وتوزعها الجغرافي : تعتبر البداية الحقيقية للصناديق

الاستثمارية التقليدية بالمفهوم القائم حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 أين قام أساتذة من جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن بأموال لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت ثم ازدهرت الصناديق الاستثمارية ونمت بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية حيث بلغ عددها 352 صندوق عام 1947 بأصول صافية بلغت 4 مليارات من الدولارات<sup>(1)</sup> ومن الأسباب التي أدت إلى نمو الصناديق الاستثمارية التقليدية :

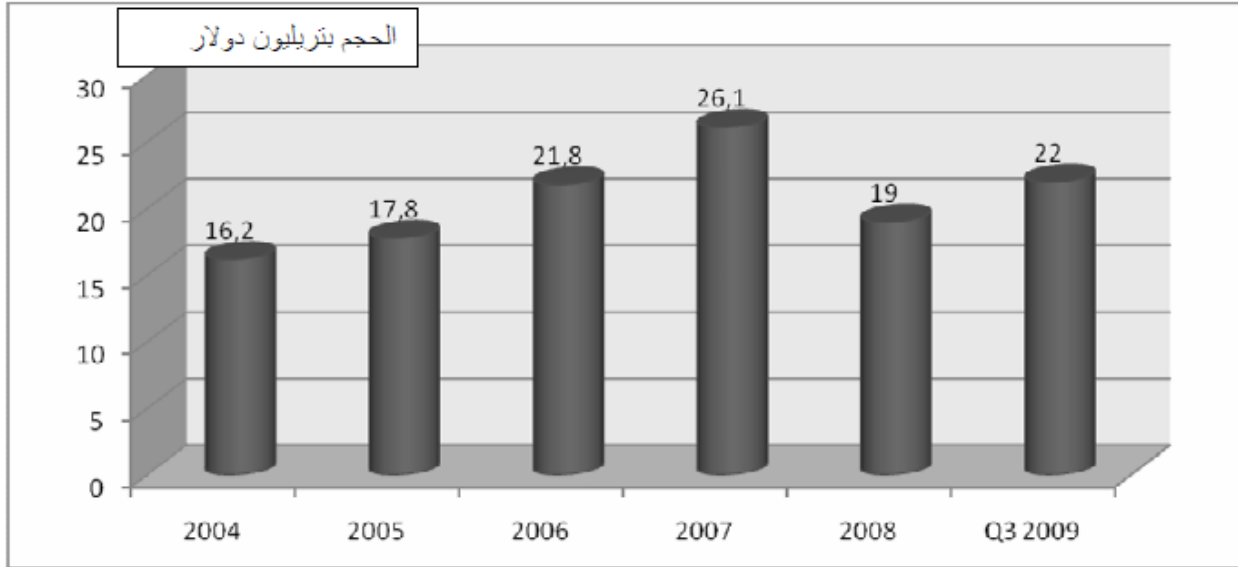
- تراجع دور المصارف في سوق الإقراض .
  - انخفاض سعر الفائدة مما أدى إلى تراجع الودائع .
  - اهتمام المصارف بهذه الصناديق نتيجة عوائد الخدمات المقدمة لهذه الصناديق .
  - زيادة الطلب على هذه الصناديق من قبل الأفراد .
- أما عن الحجم الحالي لصناديق الاستثمار التقليدية فلقد تجاوزت 22 تريليون دولار في سنة 2009 تتوزع على العالم أجمع لكن أغلبها موجودة في الدول المتطورة مثل الاتحاد الأوروبي و الولايات المتحدة الأمريكية والجزء الأقل في الدول الآسيوية و أقل منها في الدول الإفريقية ولقد عرفت صناديق الاستثمار التقليدية انخفاضا ملموسا في حجم أصولها مقارنة بسنوات ما قبل الأزمة الاقتصادية العالمية ففي سنة 2007 بلغ حجم أصولها إلى 26.1 تريليون دولار لينخفض حجمها في سنة 2008 إلى 19 تريليون دولار ليرتفع مجددا إلى أكثر من 22 تريليون دولار في سنة 2009 وهذا ما يظهر التأثيرات السلبية للأزمة الاقتصادية العالمية على صناديق الاستثمار التقليدية.

---

(1)-Matthew- P- Fin – Rise of mutual funds an insider s Published by axford university press Inc 2008- p29

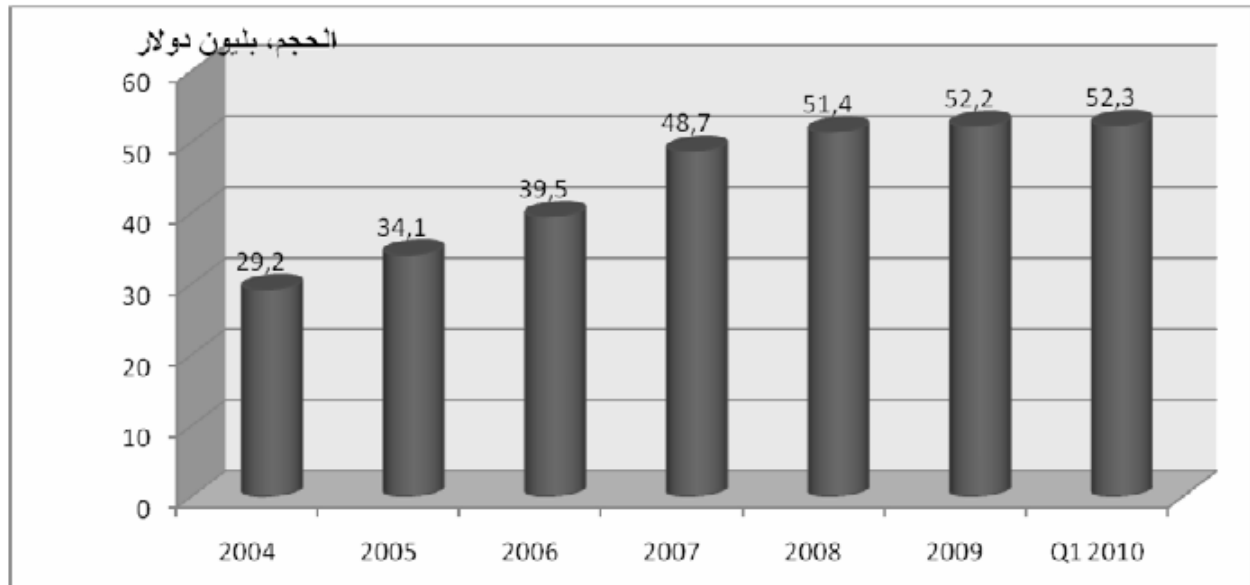


الشكل رقم (12): تطور حجم أصول صناديق الاستثمار التقليدية



المصدر: Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, Op.cit., p : 6

الشكل رقم (13) : تطور حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية



المصدر: Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, Op\_cit, p 7

## المطلب الثاني: من حيث النوع و العدد والتطور الهيكلي

مما لا شك فيه أن هناك عدة اختلافات بين نوع الصناديق الإسلامية وعددها وتطورها الهيكلي ونوع وعدد الصناديق التقليدية وتطورها الهيكلي وهذا ما سوف يتم التعرض له في هذا المطلب.

**1- من حيث العدد والنوع :** فحسب أرقام نشرها مركز أبحاث "Eurekahedge" المتخصص بإحصائيات الصناديق الاستثمارية حول العالم بلغ عدد الصناديق الإسلامية نهاية الربع الأول من سنة 2008 حوالي 650 صندوق منتشرة عبر العالم ففي سنة 2008 وحدها تأسست 158 صندوق بعد أن ارتفع العدد بنسبة 50 من 105 صناديق مدشنة في 2006 و88 صندوق في 2005 و 52 صندوق في 2004 يشار هنا إلى أن العدد الإجمالي تضاعف في آخر ثلاث أعوام بعد إطلاق 340 ما بين عامي 2005 و2007 وهذه الأرقام تستثني 55 صندوق تأسست ثم خرجت من الخدمة خلال الأعوام العشرة الماضية لأسباب منها الفشل وانتهاء مدة الصلاحية وليس مستغربا أو مفاجئا أبدا وصول عدد الصناديق الإسلامية عبر العالم إلى حوالي 800 صندوق نهاية 2008 ووصولها إلى حوالي 950 صندوق في سنة 2010<sup>(1)</sup>.

أما من حيث النوع فتبقى صناديق الأسهم هي المسيطرة على حصة الأسد إذ تمثل 52% من إجمالي السوق لتأتي صناديق العقار و الملكيات الخاصة ثانيا بمعدل 18% بحصتها مجتمعة في حين تمثل صناديق النقد و الدخل الثابت اصغر الحصص بمعدل 13% و 6% على التوالي:

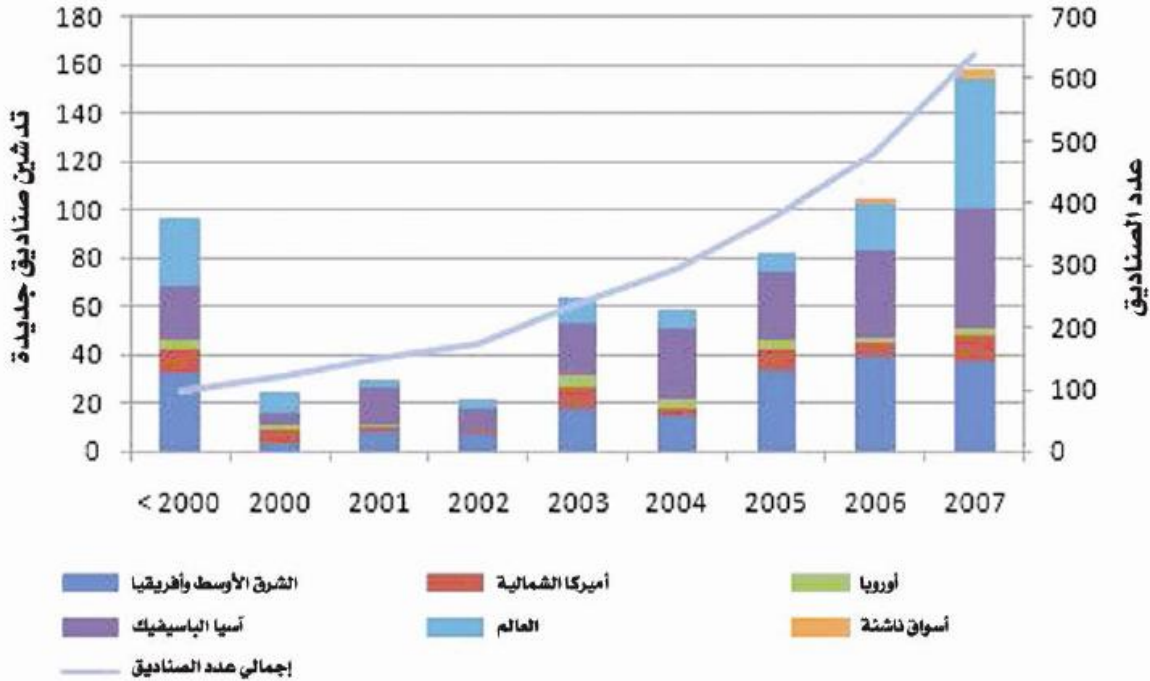
أما باقي الحصص فتتوزع على أنواع مختلفة من الصناديق أبرزها صناديق الإجارة وبالمقارنة مع استثمارات الصناديق التقليدية تتخفف نسبة الصناديق المخصصة

---

(1)-Ernst & youn g- Islamic funds & investisments Report 2010 – 6<sup>th</sup>

للأسهم في هذه الأخيرة إلى 34% من الإجمالي لترتفع نسبة صناديق الدخل الثابت إلى 22% .

الشكل رقم (14) : نمو عدد صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا

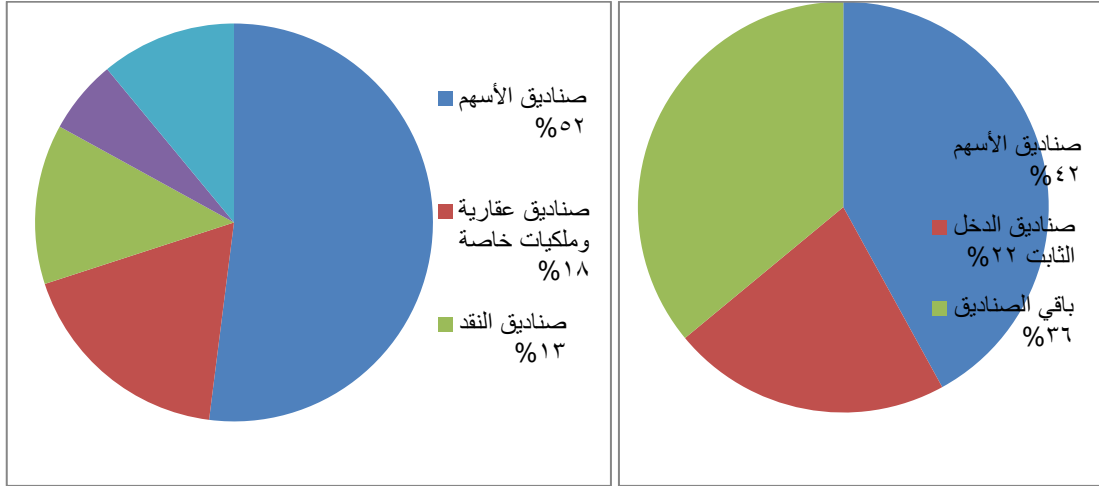


المصدر: بوريك هيدج

يذكر انه قبل عقد مضي كان من المستحيل إجراء دراسة أو بحث عن صناديق الاستثمار الإسلامية التي لم تكن منتشرة بشكل كبير إلا في السعودية وماليزيا أما اليوم فباتت الصورة أوضح بكثير وبدأت الصناعة تتطور بعد انفتاح أسواق آسيا و الشرق الأوسط على التجارة و الاستثمارات العالمية وبعد دخول مستثمرين ومؤسسات غربية على خط إطلاق صناديق موافقة للشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>.

(1) -Repore SABAEK Leasing & Investissements - Aout 2009- P10

الشكل رقم (15) : تشكيلة صناديق الاستثمار التقليدية الشكل رقم (16) : تشكيلة صناديق الاستثمار الإسلامية



المصدر: SABAEEK leasing & Investment 2009

الجدول رقم (7): الأسواق الأساسية للصناديق الإسلامية حول العالم ( حسب مكان تسجيلها)

أخرى	السلع	العقار	المتوازنة	الدخل الثابت	أسواق النقد	صناديق الأسهم
الكويت	ماليزيا	جزر الكايمين	ماليزيا	ماليزيا	ماليزيا	ماليزيا
جزر الكايمين	جيرسي	الكويت	السعودية	السعودية	السعودية	السعودية
السعودية	السعودية	جزر تشانيل	أندونيسيا	باكستان	الكويت	الكويت
ماليزيا	إيرلندا	البحرين	باكستان	أندونيسيا	جزر الكايمين	لكسمبورغ
الإمارات	البحرين	السعودية	الكويت	جزر تشانيل	باكستان	البحرين

المصدر: EurekaHedge 2009

---

**2- التطور الهيكلي :** تختلف متوسطات إجمام الصناديق الاستثمارية من دولة لأخرى ومن نوع لأخر إذ يبلغ متوسط حجم الصندوق في السعودية على سبيل المثال لا الحصر إلى 180 مليون دولار في حين ينخفض إلى 100 مليون دولار تقريبا في الكويت و في المقابل يعتبر هذا المتوسط منخفض نسبيا في ماليزيا واندونيسيا مع 44 مليون دولار و10 مليون دولار على التوالي و تدل حركة الصناعة هذه على انخفاض متوسط حجم الصندوق بشكل كبير منذ سنة 2005 فالعدد الكبير الذي أسس تميز بحجم صغير وهذا يعكس أن السوق بدأ يشهد زحمة في هذا المجال إن صح التعبير وعن التطور الهيكلي للصناديق الإسلامية حول العالم يمكن القول أن الكثير من قواعدها قد تغيرت خلال الأعوام العشرة الماضية وفيما يلي بعض هذه التطورات :

**2-1- رسوم الصناديق :** ارتفع متوسط رسوم إدارة الصناديق بشكل مضطرب في السنوات القليلة الماضية خصوصا على صناديق الأسهم ووصل متوسط رسوم الصندوق في الشرق الأوسط 1,8% وفي آسيا و الباسيفيك إلى 1,59% وهذا يدل على توسع مفهوم الإدارة النشطة و الحاجة الملحة للمحللين و المتداولين بسبب التوسع الجغرافي في استثمارات الصناديق ويبقى متوسط الرسوم في المنطقة مقبولا مقارنة مع 2,75% كمتوسط عالمي و 1,76% في أسواق أوروبا و 1,27% في أسواق أمريكا الشمالية و بالمقابل بقيت رسوم صناديق النقد و الدخل الثابت مستقرة حاليا .

**2-2- المقياس الرسمي:** بدأت شركات عالمية بإطلاق مؤشرات محترفة لقياس أداء الأسهم الإسلامية بالإضافة إلى أداء الصناديق الموافقة للشريعة الإسلامية ومن هذه المؤشرات ما أطلقتها شركات داو جونز وستا ندر اند بورز ومورغان ستالي (أ م أس سي أي ) وفاني شال تيمز (أف تي أس أي ) الأمر الذي أمن نقلة نوعية للصناعة ككل كما أن شعبية المؤشرات الإقليمية قد ارتفعت في هذا المجال مثل مؤشرات الشركتين الكويتيتين بيت الاستثمار العالمي ( غلوبل ) و المدار للتمويل و الاستثمار وهذا النشاط خلق أداة قياس ناجحة لمديري الصناديق<sup>(1)</sup>.

---

**2-2-1- مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي :** أنشأ مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي سنة 1999 ويتكون من مؤشر عام و 70 مؤشرا فرعيا يبلغ عدد الأسهم المقيدة في المؤشر الرئيسي في نهاية 2007 حوالي 2460 سهما يبلغ رأس المال السوقي لها حوالي 17,5 تريليون دولار .

**2-2-2- مؤشر فاني شال تايمز :** أسس مؤشر فاني شال تايمز في يونيو 2000 ويتكون من خمسة مؤشرات وهي : المؤشر الإسلامي العالمي ، المؤشر الإسلامي لأوروبا ، المؤشر الإسلامي لأمريكا ، المؤشر الإسلامي لآسيا و الباسيفيك ، المؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا وفي سنة 2006 تم إضافة ثلاث مؤشرات أخرى خاصة ببورصة ماليزيا ودبي وسنغافورة و أهم مؤشرات داو جونز الإسلامية لسنة 2007 مبينة في الجدول<sup>(1)</sup> :

**2-3- الاستشارات الشرعية :** تقليديا يعتبر مؤسسي الصناديق الإسلامية هم بيوت أو شركات تمارس الأعمال وفق الشريعة الإسلامية وتملك هبة شرعية داخلية لكن مع دخول مؤسسات تقليدية إلى هذه الأسواق يبدو اليوم مألوما مشاهدة طرف ثالث يراقب نشاطات صناديق الاستثمار الإسلامية وهي هيئات شرعية مستقلة الأمر الذي خلق فرصا أمام شركات الاستثمار المتخصصة لتؤمن ثلاثة أو أربعة أعضاء في هيئة الرقابة الشرعية على صندوق ما .

---

(1) – [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com)

الجدول رقم (8) : أهم المؤشرات المالية الإسلامية

المؤشر	عدد الشركات المقيدة	إجمالي رأس المال السوقي	متوسط رأس المال السوقي للشركة المقيدة
داو جونز للسوق الإسلامي	2400	17480	7,1
داو جونز الإسلامي لآسيا والباسفيك	1015	2809,5	2,8
داو جونز الإسلامي لكندا	202	813,3	4
داو جونز الإسلامي أوروبا	368	4189,2	11,4
داو جونز الإسلامي اليابان	332	1211,9	3,7
داو جونز الإسلامي اكبر 100 شركة	100	8279,2	82,8
داو جونز الإسلامي لشركات التكنولوجيا	322	3032,1	9,4
داو جونز الإسلامي المملكة المتحدة	125	1550,5	12,4
داو جونز الإسلامي الو.م.أ	716	9165,2	12,8
داو جونز الإسلامي باكستان	20	3,2	0,2
داو جونز الإسلامي الصين	30	217,5	7,3
داو جونز الإسلامي الكويت	69	21,4	0,3
داو جونز الإسلامي سيريلانكا	10	0,1	—

المصدر: Daw.jones Index A CME

## المطلب الثالث : مقارنة أداء مؤشرات داو جونز الإسلامية بمؤشرات داو جونز التقليدية :

على الرغم من تحقيقه ارتفاعاً في الشهر الأخير من العام الماضي، فقد ختم مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية تاينتز 100 العام 2011 مسجلاً تراجعاً بلغت نسبته 0.83 %، وذلك استناداً لبيانات مؤشرات داو جونز الإسلامية يُذكر أن هذا المؤشر، والذي سجّل ارتفاعاً في ديسمبر الماضي بنسبة 0.53 % وبنسبة 5.79 % في العام 2010، يقيس أداء مائة من أبرز أسهم الشركات العالمية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. كذلك، سجّل مؤشر داو جونز غلوبال تاينتز 50، والذي يقيس أداء أكبر 50 شركة على النطاق العالمي، تراجعاً بنسبة 1.49 % في العام 2011 مع الإشارة إلى تسجيله ارتفاعاً بنسبة 1.88 % في شهر ديسمبر الماضي وبنسبة 1.99 % في العام 2010.

على الصعيد الإقليمي، فقد سجّل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في منطقة آسيا- المحيط الهادئ تاينتز 25، والذي يقيس أداء 25 من الأسهم الرائدة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية في منطقة آسيا- المحيط الهادئ، تراجعاً بلغت نسبته 12.13 % في العام 2011، ويأتي ذلك إثر تحقيقه ارتفاعاً بنسبة 18.20 % في العام 2010؛ بدوره سجّل مؤشر داو جونز آسيا تاينتز 50 تراجعاً بنسبة 18.13 % في العام 2011 أما في شهر ديسمبر، فقد سجل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في منطقة آسيا - المحيط الهادئ تاينتز 25 ارتفاعاً بنسبة 0.28 % كما ارتفع مؤشر داو جونز آسيا تاينتز 50 بنسبة 0.98 %.

مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في أوروبا تاينتز 25، والذي يقيس أداء 25 من الأسهم الرائدة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية في أوروبا، تراجع في العام 2011 بنسبة 6.80 % مقابل تسجيله ارتفاعاً بنسبة 0.65 % في العام 2010؛ من جهته تراجع مؤشر داو جونز أوروبا بنسبة 14.15 % في العام 2011. في ما يتعلق بنتائج شهر ديسمبر، فقد سجّل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في أوروبا تاينتز 25 تراجعاً بنسبة 0.33 %، كما تراجع مؤشر داو جونز أوروبا بنسبة 1.75 %.



- سجّل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في الولايات المتحدة تايتنز 50 والذي يقيس أداء 50 من الأسهم الرائدة و المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الولايات المتحدة، ارتفاعاً بنسبة 3.98% في العام 2011 وذلك بعد عام على تسجيله ارتفاعاً بنسبة 5.74 % في العام 2010 ؛ معدل داو جونز الصناعي للأسهم الأمريكية الممتازة، سجّل أيضاً ارتفاعاً بنسبة 5.53 % في العام الماضي، كذلك، سجّل كلا المؤشرين ارتفاعاً في شهر ديسمبر الماضي، حيث ارتفع مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في الولايات المتحدة تايتنز 50 بنسبة 0.90 % ومعدل داو جونز الصناعي بنسبة 1.43 %.

### مقارنة أداء مؤشرات داو جونز المالية الإسلامية بمؤشرات داو جونز التقليدية في

#### أسيا :

ختم العام 2011، أقل مؤشر داو جونز في سوق دبي المالية تايتنز 10، والذي يقيس أداء أكبر عشرة أسهم مدرجة في سوق دبي المالية وأكثرها سيولة، مسجلاً تراجعاً بلغت نسبته 15.91 %، كما سجّل تراجعاً بنسبة 2.81 % في شهر ديسمبر الماضي. من جهته، سجّل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في الكويت تراجعاً بنسبة 17.89 % في العام الماضي، كما تراجع أيضاً مؤشر داو جونز المركب في الكويت بنسبة 20.71 % في ما يتعلق بنتائج شهر ديسمبر الماضي، فقد تراجع مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في الكويت بنسبة 2.76 % ومؤشر داو جونز المركب في الكويت بنسبة 1.64 %.

كذلك، تراجع مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في تركيا بنسبة 27.84 % في العام 2011 .

فيما سجّل مؤشر داو جونز الإجمالي في السوق المالية في تركيا تراجعاً نسبته 36.01 %.

وفي شهر ديسمبر، تراجع كلا المؤشرين أيضاً؛ حيث سجل مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في تركيا تراجعاً بلغت نسبته 7.40 % ومؤشر داو جونز الإجمالي في السوق المالية في تركيا بنسبة 48.7 %.

- مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي والذي يقيس أداء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في خمس من الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، شهد تراجعاً بلغت نسبته 14.26 % في العام 2011؛ كما سجّل مؤشر داو جونز لدول مجلس التعاون الخليجي التقليدي تراجعاً أيضاً بنسبة 12.59 % . بالنسبة لشهر ديسمبر، فقد تراجع كلا المؤشرين بنسبة 0.69 % لمؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي ونسبة 0.45 % لمؤشر داو جونز لدول مجلس التعاون الخليجي.

**الأسواق وفئات الأصول الأخرى:** في العام 2011 تراجع مؤشر داو جونز المتوازن للسوق الإسلامية بريك «البرازيل وروسيا والهند والصين» بنسبة 27.50 %، كما سجّل مؤشر داو جونز بريك 50 تراجعاً بنسبة 24.11 % . كذلك الأمر في شهر ديسمبر الماضي، حيث تراجع مؤشر داو جونز المتوازن للسوق الإسلامية بريك بنسبة 7.11 %، و مؤشر داو جونز بريك 50 بنسبة 2.6 % في المقابل، سجّل مؤشر أداء صكوك مجموعة سيتي غروب، والذي يقيس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع التوجهات الاستثمارية الإسلامية، ارتفاعاً بنسبة 5.44 % في العام 2011، وذلك إثر تسجيله ارتفاعاً أيضاً في شهر ديسمبر الماضي بلغت نسبته 0.78 % . من جهته، شهد مؤشر داو جونز للتنمية المستدامة في السوق المالية الإسلامية، والذي يقيس الأداء المستدام للشركات الممتثلة لقوانين الشريعة الإسلامية، تراجعاً بنسبة 5.85 % في العام 2011 فيما تراجع مؤشر داو جونز للتنمية المستدامة التقليدي بنسبة 10.29 % .

وفي شهر ديسمبر تراجع كلا المؤشرين أيضاً بنسبة 1.31 % لمؤشر داو جونز للتنمية المستدامة في السوق المالية الإسلامية و 1.04 % لمؤشر داو جونز للتنمية المستدامة.

**القطاعات العالمية الرابحة والخاسرة:** في شهر ديسمبر الماضي، كان الأداء الأفضل من بين مؤشرات داو جونز للقطاعات في السوق المالية الإسلامية لكل من الرعاية

---

الصحية، الخدمات الاستهلاكية والتمويل، حيث سجّل كل من هذه المؤشرات ارتفاعاً بنسبة 3.65 %، و 1.07 % و 0.56 % على التوالي.

في المقابل، المؤشرات الثلاثة التي سجّلت أسوأ أداء كانت كل من مؤشر داو جونز للنفط والغاز في السوق المالية الإسلامية، مؤشر داو جونز للمرافق في السوق المالية الإسلامية ومؤشر داو جونز للمواد الأساسية في السوق المالية الإسلامية، مسجلين تراجعاً بنسبة 2.02 %، و 3.21 % و 5.53 % على التوالي. أما على صعيد العام 2011، فقد كان الأداء الأفضل من بين مؤشرات داو جونز للقطاعات في السوق المالية الإسلامية لكل من الرعاية الصحية والخدمات الاستهلاكية، وذلك مع تسجيلهما ارتفاعاً بلغت نسبته 6.27 % و 1.83 % على التوالي؛ يُشار إلى أن مؤشر المواد الاستهلاكية سجّل أقل نسبة تراجع، والتي بلغت 1.60 %<sup>(1)</sup>.

في ما يتعلق بالأداء الأسوأ في مجمل العام 2011، فقد كان الذي سجّله كل من مؤشر داو جونز للصناعات في السوق المالية الإسلامية، مؤشر داو جونز للمرافق في السوق المالية الإسلامية ومؤشر داو جونز للمواد الأساسية في السوق المالية الإسلامية مسجلين تراجعاً بلغت نسبته 11.84 %، و 14.94 % و 22.83 % على التوالي. في المقابل، حققت أفضل أداء بين مؤشرات داو جونز للقطاعات في السوق المالية الإسلامية في العام 2010 كل من المواد الأساسية، الصناعات والمواد الاستهلاكية، مع تسجيل ارتفاع بلغت نسبته 27.30 %، و 24.47 % و 17.31 % على التوالي. أما الأداء الأسوأ في العام 2010، فقد كان الذي سجّله كل من مؤشر داو جونز للتمويل في السوق المالية الإسلامية، مؤشر داو جونز للرعاية الصحية في السوق المالية الإسلامية ومؤشر داو جونز للمرافق في السوق المالية الإسلامية، مع ارتفاع بلغت نسبته 4.32 %، و 2.32 % و 0.98 % على التوالي.

---

(1) - DOW , JONES Indexes- ACME- group company – London- 03 /11

الجدول رقم (9) : مقارنة مؤشرات داو جونز الإسلامية بمؤشرات داو جونز التقليدية

مؤشر داو جونز للمالي التقليدي DJ			مؤشر داو جونز للمالي الإسلامي DJIM		
المؤشر	إقفال المؤشر 2011/10/31	نسبة التغير في شهر أكتوبر	نسبة التغير في شهر أكتوبر	إقفال المؤشر 2011/10/31	المؤشر
مؤشر آسيا	126,07	%6,94	%8,41	1378,54	مؤشر آسيا
مؤشر الصين	3772,62	%16,39	%17.41	3225,98	مؤشر الصين
مؤشر هونغ كونغ	398,86	%13,53	%11.83	1320,18	مؤشر هونغ كونغ
مؤشر الهند	1670,58	6,42%	%6.48	1641,77	مؤشر الهند
مؤشر اندونيسيا	221,58	%7,89	%6.92	1419,31	مؤشر اندونيسيا
مؤشر اليابان	81,06	%0,99-	%0.23	1070,70	مؤشر اليابان
مؤشر ماليزيا	249,58	%12,80	%11.44	1673,26	مؤشر ماليزيا
مؤشر باكستان	619,57	%0,02	%0.91	14728,66	مؤشر باكستان
مؤشر الفلبين	270,86	%10,38	%10.95	1945,57	مؤشر الفلبين
مؤشر سنغافورة	293,43	%10,40	%12.16	1207,60	مؤشر سنغافورة
مؤشر كوريا الجنوبية	281,07	%14,85	%16.91	968,10	مؤشر كوريا الجنوبية
مؤشر سيريلانكا	2566,40	%6,20-	%-6.05	2215,45	مؤشر سيريلانكا
مؤشر تايوان	154,49	%6,70	%6.88	4508,19	مؤشر تايوان
مؤشر تايلاندا	140,25	%8,12	%8.70	1957,86	مؤشر تايلاندا

المصدر: Daw.jones Index A CME



المصدر: Daw.jones Index A CME

## المطلب الرابع : مقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية بأداء صناديق الاستثمار الإسلامية :

**1- أداء صناديق الاستثمار الإسلامية :** فيما يخص أداء صناديق الاستثمار الموافقة للشريعة الإسلامية فلقد حققت صناديق الصكوك في عام 2009 ارتفاعا بنسبة 16,07 % مسجلة قفزة نوعية مقارنة بعوائد 2008 بنسبة 10,19 % وهذا يعود طبعا بالدرجة الأولى إلى تحسن أوضاع أسواق الدين بشكل عام وسوق الصكوك بشكل خاص وعلى المستوى العالمي تصدرت صناديق الصكوك ذات العوائد المرتفعة قائمة الصناديق من حيث الأداء مستفيدة من تقارب الفجوة بين عمليات البيع والشراء والحقيقة أن الصناديق الإسلامية لم تتمكن من الاستفادة من الارتفاع اللافت للأسواق الناشئة وهذا بسبب عدم الاستثمار فيها والتركيز فقط على الأسواق الإقليمية في دول الخليج وعلى الرغم من ذلك حققت صناديق الأسهم والأصول المتنوعة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في 2009 أداء أفضل من سنة 2008 مسجلة عوائد بنسبة 18,48 % و 14,07 % في المتوسط على التوالي .

ونتيجة لقلّة الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة يبدو أن الصناديق الإسلامية تعلمت الدرس فعلى صعيد الصناديق التي تأسست في سنة 2009 ركز معظمها على توجيه استثماراته إلى منطقة آسيا و المحيط الهادئ بسبب عوامل جذب متزايدة لاهتمام المستثمرين وباعتبار أن هذا الجزء من الخريطة العالمية يشكل منطقة نمو كما أن تركيز استثمارات الصناديق الإسلامية على هذه المنطقة يتعلق أيضا بتطلع المستثمرين في الشرق الأوسط إلى تنويع محافظهم الاستثمارية جغرافيا فالصناديق التي تأسست حتى في ماليزيا أخذت من منطقة شرق آسيا توجهها لاستثماراتها ويلاحظ أن عددا قليلا جدا من الشركات و البنوك انشأ صناديق خلال الأزمة المالية للاستثمار في أسواق منطقة اليورو أو أمريكا الشمالية وفي مجمل الأمر حققت صناديق الاستثمار الإسلامية في دول الخليج أداء ايجابيا في سنة 2009 إذ بلغ العائد 12.5 %

---

وهو ما يمثل تحسنا في الأداء مقارنة بعوائد سلبية في العام السابق بلغت 28.57 % حسب أرقام "ليبير"<sup>(1)</sup>.

وقالت "مريم بوطيب"، إحدى المحللين في ليبر والتي شاركت في إعداد التقرير: "لم تتمكن الصناديق الإسلامية من الاستفادة من الارتفاع اللافت للأسواق الناشئة، وهذا راجع أساسا لعدم الاستثمار بقوة في تلك الأسواق وتركيزها على الأسواق الإقليمية في دول مجلس التعاون التي شهدت أوضاعا صعبة خلال الربع الأخير من 2009 بسبب أزمة ديون دبي العالمية".

وسجلت صناديق الأسهم والأصول المتنوعة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الأداء الأفضل محققة 18.48% و 14.07% في المتوسط على التوالي خلال عام 2009. وبالمقابل، أنهت صناديق العقارات السنة بأداء سلبي محققة خسائر بنسبة 9.76%، في حين سجلت صناديق الأسهم في الكويت أسوأ أداء ضمن قائمة الصناديق الأسوأ أداء منخفضة بنسبة 23.04%.

وبحسب التقرير فقد تصدر صندوق "كام السعودي الفرنسي الفرسان بي آر آي سي ايكويتي تريدينج" قائمة الصناديق الإسلامية من حيث الأداء الأفضل خلال العام حيث حقق نسبة 106.11% مستفيدا من الاستثمار الكبير في أسواق الأسهم البرازيلية والروسية والهندية والصينية.

وقال "داني مون ساومي"، رئيس دائرة بحوث الشرق الأوسط في شركة ليبر للأبحاث: "مع انكشاف أوضاع القطاع العقاري إلى جانب برامج الحكومات الهادفة إلى تنشيط عجلة الاقتصاد، فإن دول المنطقة ستنتقل بقوة من جديد وبصورة أسرع من بقية الدول. وعلى الرغم من ذلك فيبدو أن الأمر بات أكثر أهمية من أي وقت مضى بالنسبة للمستثمرين فيما يتعلق باختيار البلد ونوعية الاستثمار خلال الفترة المقبلة".

---

(1)- Report Thomson Reuters – les fonds islamiques - 01 mars 2010

---

وفي السياق يبدو أن السنوات المقبلة تحمل الكثير من الأمور المفيدة بالنسبة لمدراء الصناديق واستراتيجيات اختيار الأسهم نظرا لمعرفتهم وخبراتهم بمختلف التحديات التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي والفرص المتوفرة وبالتالي العمل على توفير عوائد مجزية لمستثمريهم"<sup>(1)</sup>

**2- أداء صناديق الاستثمار التقليدية :** لقد عرفت صناديق الاستثمار التقليدية تراجعاً نسبياً في أدائها خلال الأزمة المالية العالمية حيث شهدت سنوات الأزمة المالية العالمية تراجعاً ملحوظاً في عوائد وأرباح الصناديق التقليدية لكن إذا ما قارنا هذه العوائد و الأرباح مع عوائد وأرباح الصناديق الإسلامية فنجد أن هناك نوعاً من التذبذب بين هذين النوعين من الصناديق في تقليص خسائرها فإذا ما قارنا عوائد وأرباح صناديق الاستثمار الإسلامية بالتقليدية خلال سنة 2009 نجد أن صناديق الاستثمار التقليدية استطاعت أن تقلص خسائرها مقارنة بنظيرتها الإسلامية حيث حققت صناديق الاستثمار التقليدية أرباحاً قدرت بـ 36.5% مقارنة بـ 12.5% أرباحاً لصناديق الاستثمار الإسلامية أما عن الأداء المالي لصناديق الاستثمار التقليدية في سنة 2010 وحتى سنة 2011 وخاصة في دول الاتحاد الأوروبي فلقد عرفت صناديق الاستثمار التقليدية انخفاضاً ملحوظاً في عوائدها خاصة حيث بلغت نسبة الانخفاض في الاتحاد الأوروبي 4.8% حيث عرفت الصناديق الفرنسية و الإيطالية أكبر الانخفاضات بـ 16.2% و 10.4% على التوالي<sup>(2)</sup>

أما بالنسبة لأداء باقي الصناديق الأوروبية فلقد عرفت الصناديق الإسبانية انخفاضاً قدر بـ 8.5% في حين عرفت الصناديق الإنجليزية انخفاضاً بـ 3.6% وعرفت الصناديق الألمانية أقل الانخفاضات بـ 1.1% أما الصناديق الأيرلندية فلقد حققت أرباحاً قدرت بنحو 4.7% أما عن الصناديق الأمريكية فلقد عرفت هي الأخرى

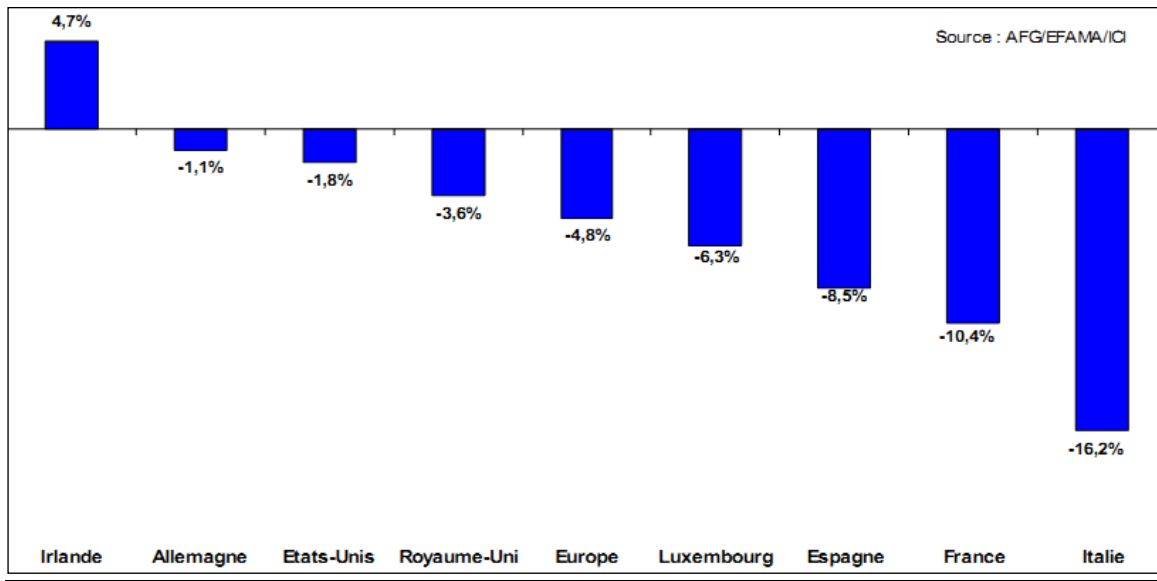
---

(1)- Report MENA ( www. Mena report .com ) – mars 2010

(2)- C. Pardo, T . Valli – le marche français de la gestion -AFG- financier en 2011 Service Economies recherche - p 1- 5

انخفاضا قدر هو الآخر بنحو 1.8% وإذا ما قارنا أداء صناديق الاستثمار الأوروبية بالأمريكية فالصناديق الأوروبية تعد الأسوأ حيث عرفت انخفاضا قدر ب4.8% مقابل انخفاض أمريكي بنحو 1.8%

الشكل رقم (17) : تطور انخفاض أداء صناديق الاستثمار التقليدية من ديسمبر 2010 إلى نوفمبر 2011



أما فيما يخص أداء صناديق الاستثمار التقليدية في دول مجلس التعاون الخليجي ودول جنوب شرق آسيا فقد أظهر أحدث تقرير صادر عن سلسلة أبحاث ليبر، إحدى الشركات التابعة لتومسون رويترز، حول أداء صناديق المال والاستثمار الخليجية أن كافة فئات ليبر لصناديق الأسهم وعددها 69 حققت معدلات أداء ايجابية خلال عام 2009 باستثناء 39 صندوقا استثماريا في الكويت حيث سجلت خسائر بمعدل 18.13% الأمر الذي يعكس ضعف الأداء في سوق الكويت للأوراق المالية.



---

وتصدرت الصناديق المسجلة في عدد من الأسواق الناشئة قمة تصنيف الأداء السنوي بما فيها صناديق الأسهم الروسية حيث سجلت عوائد بنسبة 159% وصناديق الأسهم الاندونيسية حيث ارتفعت عائداتها 124%. وسجلت أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية 104% فيما كان صندوق جي بي إم روسيا ايه ايه سي سي الأفضل أداء ضمن الصناديق المسجلة للبيع في دول مجلس التعاون للعام الماضي محققا عوائد بنسبة تزيد على 164%. وتم تسجيل 14 صندوقا من قائمة الـ 20 صندوقا، ذات الأداء الأفضل والمسجلة للبيع في المنطقة، في أسواق ناشئة وتحديدا في روسيا والهند واندونيسيا.

وسجلت الصناديق المسجلة ضمن الصناديق المسجلة للبيع في دول مجلس التعاون انخفاضا لافتا خلال الربع الأخير من العام الماضي، حيث سجلت صناديق الأسهم في الإمارات العربية المتحدة انخفاضا بنسبة 35% ، في حين خسرت صناديق أسهم الكويت 17.50 % وانخفضت صناديق أسهم الأسواق الخليجية بنسبة 8.44% نتيجة لتداعيات أزمة ديون دبي على أداء الصناديق السنوي على الأرجح.

وبالنسبة للصناديق الاستثمارية في دول مجلس التعاون الخليجي، تصدرت الصناديق المسجلة منها في الأسواق الناشئة قائمة التصنيف، فقد حقق صندوق أسهم الأسواق الناشئة ارتفاعا بنسبة 75.63، وارتفع صندوق أسهم آسيا والباسيفيك، باستثناء اليابان بنسبة 62.24%.

وفي دول مجلس التعاون الخليجي تصدرت 46 صندوقا من الصناديق المسجلة محليا في المملكة العربية السعودية قائمة الصناديق الأفضل أداء حيث حققت ارتفاعا بنسبة 30.44% في المتوسط خلال عام 2009 مستفيدة من أداء مؤشر أسهم تداول السعودي الذي بلغ 27.54% كأفضل أداء ضمن أسواق المال الإقليمية السبعة، وسجل صندوق أسهم إس إتش سي السعودية، الذي يديره بنك "سعودي هولندي كابيتال"، أفضل أداء ضمن الصناديق السعودية محققا 48.32% خلال العام.

وأشار تقرير "البيير" إلى أن صناديق الصكوك حققت ارتفاعا بنسبة 16.07% خلال عام 2009 مسجلة قفزة لافتة مقارنة بعوائد سلبية خلال السنة السابقة بنسبة ناقص 10.19%، وهذا راجع بالدرجة الأولى لتحسن أوضاع السوق. وعلى المستوى العالمي ، تصدرت صناديق الصكوك ذات العوائد المرتفعة قائمة التصنيف مستفيدة من تقارب الفجوة بين عمليات البيع و الشراء.

### جدول رقم (10) : تطور انخفاض أداء OPCVM

التغير في 2011		التغير في 2010		صافي الأصول			نوع الصندوق
ب %	بالمليار يورو	ب %	بالمليار يورو	2011/12/31	2010/12/31	2009/12/31	
-19.2%	-53.7	9.3%	23.7	225.5	279.2	225.5	صناديق الأسهم
-9.2%	-24	1.6%	04	236.4	260.3	256.3	صناديق متنوعة
5.9%	0.9	6.3%	-01	16.5	15.6	16.6	صناديق الصناديق
13.1%	-8.1	-8.1%	-5.4	53.7	61.8	67.2	صناديق الأموال المتبادلة
-5.2%	-10.3	12.6%	22.3	188.5	198.8	176.5	صناديق السندات
-11.9%	-47	-18%	-86.7	347.6	394.5	481.2	صناديق النقد
1.3%	1.8	7.5%	9.5	137.6	136.1	126.6	صناديق أخرى
-10.4%	-140.3	-2.4%	-33.6	1206.0	1346.4	1380.0	المجموع

**SOURCE:** AMF et estimations AFG pour la categorie "Autres" FCPE.FCPR. OPC.

## خلاصة الفصل الثالث :

لقد تم في هذا الفصل الأخير من الدراسة لصناديق الاستثمار إجراء نوع من المقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية و الإسلامية وإلقاء الضوء على نقاط التشابه بينها ونقاط الاختلاف حيث تبين أن كلا النوعين من صناديق الاستثمار تعد أداة تعبئة للادخار و إعادة توجيه الاستثمار إلا أنها تختلف في كثير من النقاط باعتبار أن الصناديق التقليدية لا تقيدها تلك القواعد التي تتميز بها الصناديق الإسلامية حيث تعتمد في منهجها على احترام قواعد و مبادئ الشريعة الإسلامية هذا من حيث الاختلاف النظري أما من حيث الاختلاف العملي التطبيقي فنجد أن الصناديق التقليدية كانت السبابة في النشأة والظهور بعقود قبل نظيرتها الإسلامية وبالتالي فحجم الصناديق التقليدية وعددها لا يقارن مع حجم وعدد الصناديق الإسلامية إلا انه إذا أسقطنا الضوء على الأداء لكلا الصندوقين فبالرغم من النشأة المتأخرة و الحجم الصغير و العدد القليل فنجد أن أدائها ينافس أداء الصناديق التقليدية و يتفوق عليها في بعض الأحيان .

## الخاتمة العامة :

تعتبر صناديق الاستثمار من بين أهم الوسائل الاستثمارية في مجال تمويل الاقتصاد بالموارد المالية اللازمة لإعادة بعث النشاط الاقتصادي حيث تعتبر أداة فعالة في مجال تجميع المدخرات و إعادة توزيعها نحو مختلف مجالات النشاط الاقتصادي مما يجعلها محل اهتمام كبير في الآونة الأخيرة من طرف كثير من التشريعات الاقتصادية حيث بدأت كثير من الدول في تشجيع خلق هذه الأخيرة للاستفادة من مزاياها في اقتصادياتها الحديثة .

وتتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لاستثمار مدخراتهم بها نظرا لما تقدمه لهم من مزايا كإدارة المحترفة و التنوع الكفاء للاستثمارات بالإضافة إلى توفير قدر ملائم من المرونة و الملائمة في حرية تحويل الاستثمارات بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار ايجابية على المجتمع و اعتقاداتهم وذلك لوجود أكثر من نوع هذه الصناديق .

ولهذا نجد أن صناديق الاستثمار قد اختلفت و تنوعت وانقسمت إلى قسمين هامين أولهما الصناديق الاستثمارية التقليدية و الثانية هي الصناديق الاستثمارية الإسلامية حيث تعتبر الأولى صيغة قديمة في الاستثمار المالي التقليدي و ظهرت منذ القدم و اختلفت و تنوعت هي في حد ذاتها حيث تستثمر في جميع أنواع أدوات الاستثمار المالي المعروفة باختلاف أنواعها وهي صناديق ريبوية في مجملها حيث لا تراعا فيها أي ضوابط سوى الضوابط المالية المعمول بها في القطر الجغرافي الذي تأسست فيه لا غير و النوع الثاني وهو الصناديق الاستثمارية الإسلامية او الصناديق المسؤولة اجتماعيا حيث تجمع بين المسؤولية الاجتماعية الاستثمارات و المسؤولية الأخلاقية و التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية حيث تعتبر من بين التطورات التي عرفتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة إذ استمرت في النمو و استقطاب أموال المسلمين و غير المسلمين و انتشرت في بلاد المسلمين و غير المسلمين و صمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية .

---

ومع ذلك فإن حجم الأموال المدارة في الصناديق الاستثمارية الإسلامية اقل بكثير من ذلك الحجم المدار في الصناديق التقليدية وهذا راجع إلى التقدم المالي للصناعة التقليدية عن نظيرتها الإسلامية بالإضافة إلى كبر حجم الاقتصاديات الغير إسلامية عن نظيرتها الإسلامية تاريخيا و تشريعيا .

وعلى الرغم من هذا فلقد أثبتت الدراسات التطبيقية أن هناك أداء جيد لصناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية رغم قلة التنوع الناتج عن رفض عدة أنواع من الاستثمارات المخالفة للشريعة الإسلامية بالإضافة إلى الأداء الحسن الناتج عن الأزمات عكس صناديق الاستثمار التقليدية .

ومن بين الدراسات التجريبية التي أجريت لقياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية لمقارنة الأداء بينهما .

- دراسة لفلدرير Galdreyer سنة 1999 وهي دراسة عالمية لمعطيات شهرية لصناديق استثمار تقليدية وصناديق استثمار إسلامية و أظهرت هذه الدراسة أن صناديق الاستثمار التقليدية ذات أداء اكبر من صناديق الاستثمار الإسلامية في معظم الظروف .

- دراسة لكبير و جيرارد Kabir, Girard سنة 2005 لبيانات شهرية على مؤشر داو جونز الإسلامي و مؤشرات غير إسلامية ابتداء من جانفي 1999 إلى غاية نوفمبر 2005 و أظهرت هذه الدراسة انه لا يوجد فرق في الأداء بين المؤشرات الإسلامية و غير الإسلامية .

- دراسة ل فيكيريح Fikriyah في سنة 2007 و قد قام بدراسة شهرية في ماليزيا من 1992 إلى غاية 2001 و أظهرت أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية أفضل اداء من التقليدية في ظروف اقتصادية متوقعة الانخفاض بينما أظهرت الصناديق التقليدية أداء أفضل من الصناديق الإسلامية في ظروف اقتصادية صعبة و مفاجئة هذا من حيث الأداء أما من حيث الحجم و التنوع و التطور فان صناديق الاستثمار التقليدية تعرفا رواجاً واسعاً وحجماً أكبر وتطور سريع إذا ما قورنت بنظيرتها الإسلامية وهذا راجع إلى حداثة الصناعة المالية الإسلامية في حد ذاتها مقارنة

---

بالتقليدية بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية نظرا لان لها ضوابط و أسس لا يجب أن تخرج عنا وهذا لطبيعتها الإسلامية لحداتها في تعرف بعض المشاكل تختلف من صندوق استثماري إلى آخر ومن مؤسسة إدارة إلى أخرى وهذا ما يجعلنا نلاحظ بعض العزوف عنها من طرف المسلمين نذكر من بين المشاكل التي تعاني منها :

- حداثة السوق المالية الإسلامية وهذا ما يجعل موارد و المؤسسات التي تدير هذه الصناديق قليلة العدد و صغيرة الحجم .
- عدم وجود معيار موحد لمفهوم التوافق الشرعي بسبب عدم وجود هيئة شرعية مركزية موحدة لكل الصناعة المالية الإسلامية
- عدم إقبال المسلمين على منتجات الصناعة المالية الإسلامية بسبب عدم الفهم لها .
- قلة الموارد البشرية الكفأة في مجال المالية الإسلامية بسبب ضعف التأهيل و قلة الخبرات .
- كبر حجم التكلفة في المعاملات المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية مما يجعلها اقل تنافسية .

### النتائج :

- على الرغم من حداثة صناديق الاستثمار الإسلامية إلا أن لها من الدور و الأهمية البارزين كنظيرتها التقليدية خاصة بعدما أصبحت تلعب دور مهم في بعض الاقتصاديات الحديثة و النامية مثل اقتصاديات دول الشرق الأوسط وماليزيا .
- هناك تباين بين دور و مكانة صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية و هذا راجع لحداتها و صغر حجم هذه الأخيرة عن سابقتها .
- تساهم صناديق الاستثمار بصفة كبيرة من غيرها في تجميع الادخار و إعادة توزيعه نظرا لأنها تضم جميع فئات المجتمع كبار و صغار المدخرين .

- 
- يتم تقييم صناديق الاستثمار عن طريق مقياسين هامين هما مقياس شارب و ترينور .
  - تعتبر الصناديق الاستثمارية الإسلامية أفضل الوسائل المتاحة لدي البنوك للعمل وفق السريعة الإسلامية .
  - أثبتت الصناديق الإسلامية نفسها كوسيلة جيدة لتجربة المصارف التقليدية الصيرفة الإسلامية ومدى إمكانية تطبيق العقود الشرعية في المعاملات المصرفية .
  - من الضروري وجود هيئات شرعية لكل مصرف بل ولجان مراقبة إبرام العقود التي تكون في المصرف وفروعه وذلك لتسهيل الإجراءات وضمان شرعية العقود .
  - ان الاستثمار في الادوات المالية الإسلامية يعد وكونه مباحا بل هو من المستحبات المرغوبة شرعا .

---

# قائمة المراجع



## قائمة المراجع:

### 1-المراجع باللغة العربية :

#### 1-1 الكتب :

- 1- احمد معجب العتيبي – المحافظ الاستثمارية – أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي – دار النفائس الطبعة الأولى 2005
- 2- احمد السيد كردي – نظرة عن قرب لتنمية و تطوير البنوك الإسلامية – الأردن - طبعة 2010
- 3- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم – سندات، أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، 2006
- 4- منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة كبار و صغار المدخرين : توزيع منشأة المعارف ، طبعة 1999
- 5- منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، الطبعة الأولى 1995
- 6- نهال فريد مصطفى ، الأسواق والمؤسسات المالية- دار الفكر الجامعي- الإسكندرية- 2007
- 7- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية النقدية ، الطبعة الأولى ، 2006، علم الكتاب الحديث، عمان (الأردن)
- 8- عطية صقر ، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الطبعة الاولى 2006
- 9- مائير كوهين النظم المالية و التمويلية ، المبادئ و التطبيقات ، ، ترجمة عبد الحكيم الخزامي دار الفجر للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2007
- عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا قص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005

- 10- فاروق زعيتير ، دور البنوك في خدمة الأسواق المالية النامية ، الأكاديمية العربية  
11- سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار المصرفية ، عمان، 1996  
الأسهم و صناديق الاستثمار بدعوة هيئة الأوراق المالية و السلع ، أبو ظبي ، 2007  
12- سمير عبد الحميد رضوان - المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة  
المالية في صناعة أدواتها - دار النشر للجامعات - الطبعة الأولى 2005  
13- شعبان محمد إسلام البر واني - بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة  
تحليلية نقدية - دار الفكر - دمشق سوريا - الطبعة الأولى 2002

### 2-1-المدخلات و الندوات و المؤتمرات :

- 1-أحمد الهدواج ( الرئيس السابق لبورصة تونس 2005 ) ، صناديق الاستثمار- حماية و تطوير  
الادخار ، مداخلة لإتحاد البورصات العربية ، طرابلس ، أفريل 2010  
2- محمد شاكر- ندوة في المحافظ و الصناديق الاستثمارية، تكوينها و إدارتها ، هيئة الأوراق  
المالية دولة الإمارات العربية المتحدة 2009  
3-محمد عبد الغفار الشريف - أعمال الندوة الفقهية الخامسة بيت التمويل الكويتي -  
نوفمبر 1998  
4- كمال توفيق حطاب - نحو سوق مالية إسلامية - المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي  
- جامعة أم القرى - مكة المكرمة - 2005  
5- محمد علي القرى - صناديق الاستثمار الإسلامية - ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة -  
الدار البيضاء - المغرب من 5 الى 8 ماي 1998  
6- محمد علي القرى -إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية -الندوة السادسة عشر  
لدلة البركة بيروت 24 صفر 1420 -  
7- حسين شحاتة - منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار  
الإسلامية - المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي - جامعة أم القرى -  
8- عصام الزين الماحي - تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية  
والأجنبية - الملتقى السنوي الإسلامي السابع - إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية -الأردن  
25- 26 سبتمبر 2004

- 9- عبد الكريم قندوز – الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق-مؤسسة الرسالة – بيروت لبنان  
2009
- 10- محمد على القري – الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي – مجمع الفقه الإسلامي –  
الدورة السابعة 1992القرار1/ 177
- 11- سيف الدين إبراهيم نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم – المركز العالمي لأبحاث الاقتصادي  
الإسلام زينب السيد، ماهية صناديق الاستثمار و إدارتها في المملكة العربية السعودية ضمن  
مجلة الإدارة العامة، العدد الأول، ي- جدة – 1405هـ ص 77
- 12- عبد الستار أبوغدة – الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية – مجلة المجمع  
– الدورة التاسعة – المجلد الثاني
- 13- زينب السلامة – ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها بالمملكة العربية السعودية بحث ضمن  
مجلة الإدارة العامة – العدد الأول
- 14- صناديق الاستثمار، هيئة سوق المال السعودية، الإصدار الثالث 2010
- 15- رزان عدنان – سبعة تحديات للتمويل الإسلامي – القبس الاقتصادي – العدد 12664-30-  
أغسطس 2008

### الرسائل و المذكرات :

- 1- محمد عبده ادم – صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تعبئة واستخدام الموارد – رسالة  
دكتوراه جامعة النيلين بالسودان 2007-

### المواقع الالكترونية :

- الموقع الإلكتروني لهيئة سوق المال السعودية : [www.cma.sa/Ar/pages/home.aspx](http://www.cma.sa/Ar/pages/home.aspx)

حسام الدين محمد – داو جونز – النسخة الإسلامية – موقع إسلام اولين 20-10-2004

### الكتب باللغة الأجنبية :

1-Bodie .Z .Kane. A Marcus . A –Investments 6th edition Mc Graw – Hill -  
2005.

- 
- 2- Carter . Laurence W – Investment funds in Emerging markets  
(International Finance corporation) Washington 1996.
  - 3- Charles , L – personal Finance – University Cincinnati -1975
  - 4-Emmett- Vaughan Therese-Fundamentals of risk and Insurance-New  
York- John Wiley & sons 1999
  - 5-Gustinel et E.Bernard- les marchés financiers Français dans le monde –  
Collection Clefs Economie –Editions Monchrestien-1996
  - Gup –B-Management of financial institutions-Hought Mifflin company-  
6-1984
  - 7-Horbert . Fdoyall. Jack E .Gaumnitz .Capital Markets and Institutions.  
third Edition- New jersey- 1975
  - 8– Jain . A- International Financial Markets and Institutions- Kolb  
Publishing Company – 1994
  - 9-Michel Boutillier- les OPCVM et les Sociétés de Gestion-  
Université Paris-Ouest-2000-
  - 10-Matthew- P- Fin – Rise of mutual funds and insiders Published by  
oxford university press Inc 2008
  - 11-Summer . N . Levine . Financial analysis. Dow Jones.Irwin Illinois- 1975
  - 12-Sharpe, William F, « the Sharpe ratio », journal of portfolio  
management – Fall 1994.
  - 13-Steve Ambler - les Mesures De performance – Automne – 2004
  - 14– William Garran – Banking and Global System – Wood Head –  
Falknes –Cambridge 1979
  - 15- Yasuyuki fuchita - robert. litan . pooling Money :the future of Mutual  
funds . brooking institution pressw- 2008

- 
- 1-BIM ; les produits d'epargne éthiques et Solidaires en France 25 mai 2004.
  - 2-Bulletin mensuel de la COB , n325 ,juin 1998 p20-
  - 3-Ernst & youn g- Islamic funds & investissements Report 2010 – 6<sup>th</sup> Annual world Islamic fund & capital Markets conference- p 07
  - 4 - DOW , JONES Indexes- ACME- group company – London- 03 /11 /2011
  - 5- picard –Un Grand millésime pour la gestion collective – Banque n° 612 – Mars 2000 . P9
  - 6-Repore SABA EK Leasing & Investissements - Aout 2009- P10
  - 7-La Bourse – cahiers Française n273 – juillet 1998 La Documentation Française
  - 8- L'arrêté de 06 Septembre 1989- Articles L .214-16 –relatif aux Sicav et L .214-26 relatif aux F.C.P

المذكرات بالغة الاجنبية :

- 1-Amine Naite daode -Finance Islamique & Fonde sharia - mémoire nomme ou concoure des mémoires de la finance organise pare le centre des professions financières de paris- 2008- p26

المواقع الالكترونية :

- 1–Investor Guide to Exchange Traded Funds .Abu Dhabi Securities exchange Web Site.
- 2-www.djindexes com
- 3- WWW. ADX .AE

---

## ملخص

تعتبر صناديق الاستثمار من بين أهم الوسائل الاستثمارية في مجال تمويل الاقتصاد بالموارد المالية اللازمة لإعادة بعث النشاط الاقتصادي حيث تعتبر أداة فعالة في مجال تجميع المدخرات و إعادة توزيعها نحو مختلف مجالات النشاط الاقتصادي مما يجعلها محل اهتمام كبير في الآونة الأخيرة من طرف كثير من التشريعات الاقتصادية حيث بدأت كثير من الدول في تشجيع خلق هذه الأخيرة للاستفادة من مزاياها في اقتصادياتها الحديثة. وتتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لاستثمار مدخراتهم بها نظرا لما تقدمه لهم من مزايا كإدارة المحترفة و التنوع الكفاء للاستثمارات بالإضافة إلى توفير قدر ملائم من المرونة و الملائمة في حرية تحويل الاستثمارات بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار ايجابية على المجتمع و اعتقاداتهم وذلك لوجود أكثر من نوع هذه الصناديق. ولهذا نجد أن صناديق الاستثمار قد اختلفت و تنوعت وانقسمت إلى قسمين هامين أولهما الصناديق الاستثمارية التقليدية و الثانية هي الصناديق الاستثمارية الإسلامية حيث تعتبر الأولى صيغة قديمة في الاستثمار المالي التقليدي و ظهرت منذ القدم و اختلفت و تنوعت هي في حد ذاتها حيث تستثمر في جميع أنواع أدوات الاستثمار المالي المعروفة باختلاف أنواعها وهي صناديق ريبوية في مجملها حيث لا تراعا فيها أي ضوابط سوى الضوابط المالية المعمول بها في القطر الجغرافي الذي تأسست فيه لا غير و النوع الثاني وهو الصناديق الاستثمارية الإسلامية لمسؤولية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية حيث تعتبر من بين التطورات التي عرفتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة إذ استمرت في النمو و استقطاب أموال المسلمين و غير المسلمين و انتشرت في بلاد المسلمين و غير المسلمين و صمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية .

### الكلمات المفتاحية:

الصناديق الاستثمارية؛ المالية الإسلامية؛ التقليدية؛ الصكوك؛ شركات الاستثمار؛ المؤشرات؛ المشتقات؛ الأدوات المالية؛ البورصة؛ الأوراق المالية.

نوقشت يوم 13 جوان 2013