



جامعة عبد الحميد ابن باديس – مستغانم –

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الشعبة: علوم إقتصادية

دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية

مقدمة من طرف الطالبان:

ميموني زهية

بن يوسف زهرة

أعضاء لجنة المناقشة

الجامعة	الرتبة	اللقب والاسم	الصفة
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر	محمد عيسى محمد محمود	رئيسا
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر	قدال زين الدين	مشرفا ومقررا
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر	وهراني مجدوب	مناقشا

السنة الجامعية : 2019-2020

الإهداء

الإهداء

إلى كل من علمني حرفا في هذه الدنيا الفانية

إلى روح أبي الزكية الطاهرة

إلى أمي العزيزة الغالية التي ترمت واجلي وإخوتي

وإلى جميع الأحباب والأصدقاء

إلى جميع الأساتذة الكرام ممن لم يتوانوا في مد يد العون لي وإلى كل هؤلاء وهؤلاء أهدي

هذا العمل المتواضع

ميموني زهية

الإهداء

إن الحمد لله نحمده ونستعينه ونستغفره ونستهديه ونعوذ بالله من شرور أنفسنا ومن سيئات أعمالنا, من يهده الله فلا مضل له ومن يضلل فلا ناصير له وليا مرشدا وأشهد أن محمدا عبده ورسوله بلغ الرسالة وأدى الأمانة وأنار الأمة وأخرجنا من الظلمات إلى النور أهدي عملي هذا وثمره جهدي إلى الحبيبة الغالية قرة عيني ونبض قلبي أمي الطيبة الحنوننة
حفظها الله

إلى سبب وجودي ورمز فخري الذي يعطي ولا ينتظر والدي الغالي حفظه الله

إلى رفقاء دربي وإخوتي وأخواتي

إلى جميع أقاربي, أصدقائي وأحبابي

إلى كل من رفع وحمل لواء العلم وسار على دربه ليصل لكل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

بن يوسف زهرة

شكر وتقدير

شكر وتقدير

نشكر الله العلي القدير الذي يسر لنا أمرنا وأعاننا في سرنا وجهرنا وأنعم علينا بنعمته وفضله
لنتمم هذا البحث

نشكر الأساتذة الكرام اللذين أناروا لنا درب العلم وأعانونا على السير فيه

نشكر أستاذنا المحترم الذي كان له الفضل في هذا الصنيع المتواضع الأستاذ المشرف* قدا

زين الدين *

كما نتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى السادة الأساتذة لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول
مناقشة هذا البحث وتقييمه

واشكر كل من أعاننا في انجاز هذا العمل سواء من قريب أو بعيد

إلى من زرع التفاؤل في دربنا وقدم لنا المساعدة والتسهيلات والأفكار والمعلومات فلهم منا كل
الشكر.

الفهرس

الفهرس

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	الاهداء
	الفهرس
	فهرس الجداول
	فهرس الاشكال
(أ - ج)	مقدمة
	الفصل الأول: صناديق الاستثمار التقليدية
01	تمهيد
01	المبحث الاول: ماهية شركات الاستثمار
02	المطلب الاول: تعريف شركات الاستثمار
03	المطلب الثاني: تصنيف شركات الاستثمار
14	المطلب الثالث: طبيعة عمل شركات الاستثمار
16	المطلب الرابع: الشكل التنظيمي لشركات الاستثمار
24	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار المفهوم، الانواع، الاطراف المتداخلة
25	المطلب الاول: تعريف صناديق الاستثمار
27	المطلب الثاني: نشأة صناديق الاستثمار

الفهرس

28	المطلب الثالث: تصنيف صناديق الاستثمار
33	المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار
39	المبحث الثالث: تقييم صناديق الاستثمار ودور الوساطة المالية في تفعيل اداءها
39	المطلب الأول: الأساليب المستعملة في قياس الاداء
47	المطلب الثاني: دور البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار
48	المطلب الثالث: مؤشرات البورصة وأهميتها بالنسبة لصناديق الاستثمار
52	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية	
53	تمهيد الفصل الثاني
53	المبحث الأول: ماهية صناديق الإستثمار الإسلامية
53	المطلب الأول: تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية
55	المطلب الثاني: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية
57	المطلب الثالث : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
63	المبحث الثاني: خصائص صناديق الاستثمار وأهميتها
63	المطلب الأول: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية.
65	المطلب الثاني: أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية
68	المطلب الثالث : العلاقة التعاقدية بين أطراف الصندوق وطبيعتها
70	المبحث الثالث: أحكام ومخاطر صناديق الاستثمار

70	المطلب الأول: متطلبات شروط وأحكام الصندوق
79	المطلب الثاني: التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار
85	المطلب الثالث: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية
87	المطلب الرابع: الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية
90	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: دراسة مقارنة بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية	
92	تمهيد الفصل الثالث
92	المبحث الأول: تمويل مشروع إستثماري بالبنك الجزائري الخارجي
92	المطلب الأول: نشأة البنك الخارجي الجزائري BEA
95	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك الخارجي الجزائري BEA
97	المطلب الثالث: مثال عن تمويل مشروع إستثماري
100	المبحث الثاني: مقارنة في الإطار النظري
101	المطلب الأول: الإختلاف النظري
102	المطلب الثاني: مقارنة أداء صناديق الإستثمار التقليدية بصناديق الإستثمار الإسلامية
107	المطلب الثالث: دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة
108	خلاصة الفصل الثالث
109	الخاتمة العامة..
	قائمة المراجع
	قائمة الجداول

قائمة الأشكال

والجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
45	مستوى المخاطر المحددة في قرار تأسيس الصندوق	(1-1)
69	العلاقة السببية بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي	(2-2)
89	مخطط يوضح مختلف أنواع الرقابة على الصناديق الإسلامية	(3-2)
93	وكالات البنك الجزائري الخارجي	(4-3)
95	الهيكل التنظيمي للبنك الجزائري الخارجي	(5-3)
96	الهيكل التنظيمي لوكالة مستغانم	(6-3)
105	تطرو انخفاض أداء صناديق الإستثمار التقليدية من ديسمبر 2010 إلى نوفمبر 2011	(7-3)

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
41	بعض البيانات المالية الإضافية عن شركات الإستثمار عن سنة مالية ما	(1-1)
49	أداء سوق الأسهم خلال الفترة 2016-2010	(2-1)
50	أداء سوق السندات خلال الفترة 2016-2010	(3-1)
94	أهم متعاملي البنك الخارجي الجزائري	(4-3)
98	هيكل تمويل المشروع	(5-3)
98	قيمة القرض المطلوب	(6-3)
106	تطور انخفاض OPCVM	(7-3)

مقدمة

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرته على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق الاستثمار ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد، فوجود صناديق الاستثمار الناجح سوف يشجع المدخرين وخاصة صغار المدخرين اللذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة على التعامل في بورصة الأوراق المالية وزيادة تداولها كما تتيح صناديق الاستثمار الفرصة أمام صغار المدخرين إلى الاستثمار في أسواق المال وإدارة أموالهم عن طريق خبراء الصناديق، مما يكن له الأثر الواضح في تنشيط السوق بجذب مستثمرين جدد، فصناديق الاستثمار تكسب ثقة المدخرين من خلال إدارة عملية لعملياتها من خلال الاستفادة من إمكانيات التنوع الواسعة في مكونات محفظتها المالية، كما أنها تتميز عن غيرها من أدوات سوق الأوراق المالية بتقليل المخاطر من خلال التنوع وسهولة تسهيل قيمة الصكوك عند الحاجة.

من هنا قامت شركات الاستثمار المالي والبنوك ومؤسسات التأمين وغيرها بإنشاء مؤسسات استثمارية جديدة لها من المواصفات ما يمكن 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 أي تكون محفظة من الأوراق المالية المختلفة والمتنوعة وتمكين عامة الجمهور من الاستفادة من خدماتها حتى ممن لا تتوفر 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 التقديرية وتحقيق دخل دوري، حيث لا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الاستثمارية الأخرى، وإنما يتمثل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ للأوراق المالية في مجالات مختلفة وهنا 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 المباشر والمتمثل في تكوين محافظ للأوراق المالية المختلفة كأسهم والسندات وغيرها.
- صناديق الاستثمار التي تنشأها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ويتمثل نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في الأدوات المالية الشرعية.

الإشكالية العامة:

إن الصناديق الاستثمارية اليوم مع تعدد أنواعها وإشتهارها تؤدي وظائفها الإقتصادية والمالية المهمة للأفراد والمجتمعات وانطلاقاً مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في التساؤل الرئيسي الآتي :

- ماهو الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الإستثمار التقليدية ؟

التساؤلات الفرعية:

- ماهي الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار ؟
- ماهي مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار ؟
- ماهي الأساليب المتبعة في تقييم أداء صناديق الاستثمار ؟
- ماهي الخصائص التي تميز صناديق الاستثمار عن التقليدية ؟

فرضيات الدراسة :

قصد الإجابة عن هذه الأسئلة يمكن وضع الفرضيات الآتية :

- تكمن الأهمية الاقتصادية في صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمر وكذلك الاقتصاد الوطني ككل بحيث يمكن المستثمر من استثمار أمواله بنفسه والتي يمكن التقليل من المخاطر الاستثمارية بفضل خبرة الخبراء والإدارة المحترفة لصناديق الاستثمار , كما تكمن الأهمية للاقتصاد الوطني في حماية المدخرات الوطنية , وفتح مجالات مالية جديدة إلخ.
- لصناديق الاستثمار عدد من المزايا والمخاطر مثل :مزايا التنوع في الاستثمار , إيجاد أداة متخصصة في الاستثمار ومن بين مخاطرها :مخاطر السوق ,مخاطر عدم التنوع إلخ.
- هناك عدة أساليب متبعة في تقييم أداء صناديق الاستثمار أهمها :

الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج :

من بين أهم الخصائص التي تميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن التقليدية عدم استخدام الفائدة على القروض في الصناديق الإسلامية, المصاريف الإسلامية تقوم بأعمالها على أساس المشاركة.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- عرض شامل لصناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية باعتبارها صيغة من صيغ الاستثمار الحديثة.
- التعرض لطرق وكيفية تقييم أداء صناديق الاستثمار .

- مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية .
 - معرفة أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمر والاقتصاد الوطني .
 - أهمية الدراسة :
 - تكمن أهمية الدراسة فيما يلي :
 - الدراسة النظرية التحليلية لصناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية .
 - إبراز أهمية ودور صناديق الاستثمار .
 - معرفة الفرق بين الصنفين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية .
 - المنهج المستخدم في البحث وأدواته :
- نظرا لطبيعة الموضوع وخصوصيته ثم الاعتماد على المنهج التحليلي الوصفي وهذا نظرا لطبيعة البحث , حيث احتوى على الجانب النظري الذي يتطلب توظيف المفاهيم والتعارف كما دعم بالجداول التي تساهم في تقريب وتبسيط المفاهيم .
- أما فيما يخص أدوات البحث والتحليل التي اتخذناها في هذا الشأن فهي مجموعة من الكتب بالإضافة إلى الندوات والملتقيات.
- تقسيم البحث وترتيب فصوله:
- لقد قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول: فصلين رئيسيين وفصل ختامي.
- الفصل الأول: خصص لدراسة صناديق الاستثمار التقليدية وشركات الاستثمار والذي قسم بدوره إلى ثلاث مباحث.
- الفصل الثاني: فقد خصص لدراسة صناديق الاستثمار الإسلامية وكما تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث.
- أما الفصل الأخير فلقد خصص لإجراء مقارنة بين هتين الصناديق.

الفصل الأول:

صناديق الاستثمار التقليدية

تمهيد:

لقد أصبحت صناديق الاستثمار احد أنظمة الاستثمار التي ظهرت لكي تسمح للأفراد الذين يتمتعون بالخبرة اللازمة للاستثمار، و كذلك تسمح للذين يملكون المال الكافي للقيام بمشروع استثمار أموالهم مع أموال الغير، و من أجل الإلمام بالجوانب المتعلقة بصناديق الاستثمار قسمنا هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ماهية شركات الاستثمار.
- صناديق الاستثمار (المفهوم، الأنواع، الأطراف المتداخلة)
- تقييم صناديق الاستثمار و دور الوساطة المالية.

المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار:

تلعب الأسواق المالية اليوم دورا مهما وبارزا في عملية توجيه النشاط الاقتصادي والنهوض به نحو مستوى أفضل، ولعل أهم ما يميز الأسواق المالية اليوم هو الدور الذي تلعبه شركات الاستثمار التي تتمثل مهمتها الأساسية في تجميع الأموال من كافة الفئات كبار المدخرين وصغارهم وتكوين ما يعرف بصناديق الاستثمار وسوف يتم التناول في هذا المبحث تعريف شركات الاستثمار وتصنيفها وطبيعة عملها وشكلها التنظيمي .

المطلب الأول: تعريف شركات الاستثمار

الشركات الاستثمارية هي شركات تقوم بدور الوسيط المالي بين هيئة سوق الأوراق المالية وجمهور المستثمرين: «يشكل الوسطاء الماليون شركات الوساطة المالية والتي تشمل عادة (البنوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الاستثمار والإدخار والسماسرة والوكلاء الماليون) جزءا مهما جدا من المؤسسات المالية لسوق الأوراق المالية من الأسهم والسندات وغيرها.»

ونلاحظ أن هذا التعريف قد أوضح السمسار أو الوسيط الذي يقوم بعمليات الوساطة في البيع والشراء للأسهم وأنه قد يكون بنكا استثماريا أو غيره ممن هو مصرح له العمل من قبل الهيئة الرسمية للأوراق المالية في البلد .

وقد يسمى الوسيط المالي في البورصة سمسارا وبذلك يكون السمسار (سمسار بورصة) هو شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية المقدرة لها، ولحساب العملاء مقابل عمولة محددة

لكل من البائع والمشتري

وهناك من يعرف الوسيط المالي تعريفاً جامعاً قائلاً: «هو الشخص المرخص له بموجب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماته يقوم بأعمال محددة تهيئه لأن يكون حلقة وصل بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدمته عند تنفيذه أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين ولقاء تغطيته وتسويق الإصدارات».

كما عرفت شركة الاستثمار بأنها: مؤسسة مالية هدفها تمكين المستثمرين من ضم الأموال التي لديهم إلى أموال الغير واستثمارها في أنواع مختلفة من أسهم الاستثمار كما أنها تصدر أسهمها برأس مالها وتوجهها إلى جمهور المستثمرين ونلاحظ أن هذا التعريف ناقص إذ لم يذكر وظيفة الوساطة المالية كأحد مهام هذه الشركات وكذلك إدارة المحافظ المالية للمستثمرين وعرف قاموس أركابيتا البنك الاستثماري ب: بنك استثمار Bank investment يقدم خدمات مالية محدودة مخصصة في مجال معين واحد أو أكثر وبعد هذا العرض يتضح لنا أن الشركات الاستثمارية تسمى في بعض الدول بنوك استثمارية وفي دول أخرى شركات الوساطة المالية، وأحياناً شركات الأوراق المالية، وكلها تعني أن هذه البنوك الاستثمارية تقوم بدور وسيط بين هيئات السوق المالية وبين المواطنين، فهي تقوم بدور السمسار وتأخذ العمولات من البائعين والمستثمرين مقابل تأدية هذه الخدمة لهم، كما أنها تقوم بضم أموال المستثمرين إلى بعضها وتعمل فيها كمضارب لهم في السوق المالية إضافة إلى إدارتها للمحافظ الاستثمارية، ومن أجل توضيح أكثر للأعمال التي تقوم بها الشركات الاستثمارية أذكر هنا الأعمال التي ذكرتها لائحة الأوراق المالية في نظام هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية حيث ذكر في لائحة أعمال الأوراق المالية مايلي:

يقصد بنشاط الأوراق المالية أي من النشاطات التالية:

- 1- التعامل: وذلك بأن يتعامل الشخص في الورقة المالية بصفته أصيلاً أو وكيلًا، ويشمل التعامل البيع أو الشراء أو إدارة الإكتتاب في الأوراق المالية أو التعهد بتغطيتها.
- 2- الترتيب: وذلك بأن يقوم شخص بتقديم أشخاص فيما يتعلق بأعمال الأوراق المالية أو بتقديم الاستثمارات في أعمال تمويل الشركات، أو بتصرف بأي شكل من أجل تنفيذ صفته على الورقة المالية.
- 3- الإدارة: وذلك بأن يدير شخص ورقة مالية عائدة لشخص آخر في حالات تستدعي التصرف حسب التقدير.

4- تقديم المشورة :وذلك بأن يقدم شخص المشورة لشخص آخر بشأن مزايا ومخاطر تعامله في ورقة مالية ,أو ممارسة أي حق تعامل يترتب على الورقة المالية .

المطلب الثاني: تصنيف شركات الاستثمار

شركات الاستثمار Investment Companies هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات , لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها الأموال أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام "PubLIcLy Traded" مثل الأسهم والسندات وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ,وحقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل ,يحصل في مقابلها على أسهم أو سندات دالة على ذلك ,وشركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل "Finance Companies" وهي نوع من المؤسسات المالية تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات ,إضافة الى ماتحصل عليه من قروض من مصارف تجارية أما استخدامات تلك الأموال فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال ,وتميز لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للاستثمار وبين شركات الاستثمار ,ويقصد بالنوع الأول الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها ,من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبيا من الأسهم العادية للمنشأة المعنية أما النوع الثاني فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية ,يهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر كبيرة ,وهذا النوع الأخير هو مجال الإهتمام في هذا المبحث ويصنف قانون شركات الاستثمار الأمريكي Investment Company ACT تلك الشركات في ثلاث مجموعات :شركات الشهادة الإسمية ,ودائع وحدة الاستثمار ,شركات الاستثمار المدار ,وبالنسبة لشركات شهادات القيمة الإسمية "Face Amount Certificat Companies" ففيها يشتري المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين وكما يبدو فإن العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين ,ونظرا لندرة هذا النوع من الشركات فسوف يركز هذا القسم على النوعين الآخرين .

1- ودائع وحدة الاستثمار:

ودائع وحدة الاستثمار "Unit Investemen" هي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير إلا نادرا ,وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة ,وتتكون ودائع وحدة الاستثمار بواسطة كفيل

"Sponsor" وغالبا ما يكون بيتا للسمسرة، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (غالبا سندات) ثم يقوم بإيداعها لدى أمين "Trustee" وعادة ما يكون أحد المصارف التجارية، والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للإسترداد "Redeemable Trust" تباع للجمهور، وتعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات، إضافة إلى حقه في استرداد قيمة المبلغ للمستثمر وذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة، هذا ويتم سداد الفوائد وأصل الاستثمار بواسطة الأمين، وكما يبدو فإن الكفيل لا يؤدي دورا يذكر في إدارة الاستثمار، ومن ثم فإن الأتعاب التي يحصل عليها ضئيلة وتبلغ نسبتها السنوية في المتوسط 15% من القيمة الصافية للأصل "Net Asset Value (NAV)" والتي يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية الصافية لتشكيلة الاستثمارات بعد طرح المستحقات على الوحدات المصدرة.

ولكن كيف يحصل الكفيل على أتعابه؟ يحصل عليها مقدما وذلك بأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافا إليها قيمة الأتعاب ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن بيتا للسمسرة قام بشراء سندات بقيمة قدرها مليون جنيه، وأودعها لدى أحد المصارف التجارية التي أصدر في مقابلها 10000 شهادة، تباع الواحدة بسعر 140 جنيهات هذا ما يعني أن حصيلة البيع سوف تبلغ 1.04 مليون جنيه، منها مليون جنيه تمثل القيمة الأصلية للسندات 40000 جنيه تغطي ربح الكفيل إضافة إلى ما تكبده من مصروفات بيعه بما فيها عمولة البنك.

وإذا ما تأمل القارئ الشكل القانوني لوديعة وحدة الاستثمار سوف يجده في حقيقة الأمر إتحادا وليس شركة: لأن الكفيل أو المؤتمن لا يبذل مجهودا يذكر، لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة Unit وليس سهما عاديا كما هو الحال في شركات الاستثمار، فالكفيل يكاد ينتهي دوره بمجرد بناء التشكيلة، والأمين يكاد يتلخص دوره في إصدار الشهادات وتحصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيدا لدفع قيمتها لحملة الشهادات (الوحدات) كما يدفع لهم أيضا القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة، وهذا وببلوغ تاريخ الاستحقاق للسندات المكونة للتشكيلة كافة ينقضي الإتحاد، الذي عادة ما لا يتجاوز عمره في المتوسط عن ستة شهور، وذلك في حالة تركيز الاستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل، أما عندما تتكون الوديعة من سندات طويلة الأجل حينئذ قد يمتد عمر الإتحاد ليصل إلى عشرين عاما، ومن أبرز الأمثلة على هذه الإتحادات تلك التي تكونها بنكيبرات الاستثمار مثل مؤسسة ماريل لينش Merrill Lynch ومؤسسة الأخوان سالمون Slomon Brothers إذ يقومان بشراء سندات حكومية بمئات الملايين ثم إعادة بيعها للمستثمرين على شكل أسهم chares تصدر بها شهادات ملكية وقد تمثل الحصة سندا كاملا أو جزءا منه ويطلق على الشهادة الدالة على الحصة في مجموعة السندات التي تتعامل فيها مؤسسة ماريل ليتش "تيجرز" أي اتصالات الخزانة لإتمام الاستثمار (AIGRS) Treadury Investment Growth أي مؤسسة

أخوان سالمون Salomon Brothers فتطلق على الشهادة " كاتس " أي شهادات التراكم على الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة (CATS) Certificats of Accrual on Treadury Securities الأمريكية , ولا يباع الإيصال أو الشهادة وبالقيمة الإسمية المدونة عليه بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق, الذي عنده يحصل حامله على القيمة المدونة عليه ويمثل الفرق بين قيمة شراء الإيصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التي يحققها للمستثمر , بعبارة أخرى لا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته الشهادة أو الإيصال لذا يطلق على تلك الحصص بالاصفار " Zero و ليس من الضروري بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الاستحقاق إذ يمكن بيعه لمستثمر آخر, و ذلك من خلال بيوت السمسرة في الأسواق غير المنظمة التي ستشير إليها في الكتاب الثاني من هذه السلسلة و على الرغم من جاذبية هذا النوع من الاستثمار إلا أنه يعاب عليه إلزام المستثمر بالإضافة لعائده السنوي في إقراره الضريبي لا سيما أن العائد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الاستحقاق, الذي قد يكون لاحقا لتاريخ تقديم الإقرار, أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية, حيث يتمثل الاستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال, أما التدفقات النقدية المستقبلية, فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الاستحقاق, أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

و ثمة ميزتان أساسيتان لودائع وحدة الاستثمار:

أولهما أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف للإدارة: إذ لا يوجد أصلا عبء إداري يذكر.

ثانيها أنها تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم للاستثمار المباشر في السندات. و نظيف .

ميزة أخرى هي وجود سوق ثانوي secondary market أي سوق ثان يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت, دون انتظار لتاريخ الاستحقاق, و قد يتم ذلك من خلال الأمين (المصرف التجاري المختص) أو من خلال الكفيل (بيت السمسرة).

ونظرا لعدم وجود إلتزامات على وحدة الاستثمار فإن القيمة الصافية التي تباع بها الوحدة يتم حسابها مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات المكونة للتشكيلة في تاريخ عرض وحدة للبيع على عدد الوحدات المصدرة, وإذا ما تقدم مستثمر بالشهادة للأمين لإستيراد قيمة الوحدات التي تتضمنها فإنه قد يقوم ببيع عدد من السندات التي تحت يده بما يكفي لتغطية القيمة النقدية المطلوبة, ونضيف أن وقوف بيت المسمسر (الكفيل) على

إستعداد دائم لشراء الوحدات التي يطرحها المستثمرين للبيع من شأنه أن يساهم في بناء مخزون منها يمكنه من تلبية أوامر الشراء الجديدة، أما سعر إعادة البيع فيتمثل في القيمة الصافية للأصل أو الوحدة "VNA" وقت إبرام الصفقة يضاف إليه مبلغ يعادل المبلغ الذي كان قد دفعه المستثمر الأصلي الذي اشترى الوحدة عند تكوين ودائع وحدة الاستثمار، و هي تساوي في المثال الذي سبقت الإشارة إليه أربعة جنيهات للوحدة (40 ألف جنيه مقسومة على 10000 وحدة) و طالما نحن بصدد ودائع وحدة الاستثمار قد يكون من الملائم إلقاء الضوء على صناديق الودائع العامة التي تكونها بعض المصاريف التجارية.

صناديق الودائع العامة:

لا تختلف صناديق الودائع العامة "Common Trustfunds" التي تكونها المصاريف التجارية عن صناديق الاستثمار التي تكونها شركات الاستثمار على النحو الذي سنعرضه فيما بعد، فتلك الصناديق تتكون من أموال المستثمرين، يقدمونها للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستخدامها في بناء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية، يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة في مقابل أتعاب محددة، وكما هو الحال في صناديق الاستثمار قد يقوم المصرف ببناء تشكيلات مختلفة من الأوراق المالية تلي احتياجات فئات مختلفة من المستثمرين، وقد يمتد نشاط تلك الصناديق إلى بناء محافظ لاستثمار أموال التأمينات والمعاشات التي تقدمها منشأة معينة للمصرف، ليديرها لصالح العاملين لديها، وتختتم صناديق الودائع العامة بالإشارة إلى أن لتلك الصناديق مزايا عديدة تماثل مزايا صناديق شركات الاستثمار التي سنتعرض لها في بحثنا.

2- شركات الاستثمار المدار:

يطلق على شركات الاستثمار المدار Managed investment Companies شركات الإدارة Managed Companies ويقصد بها الشركات التي تؤدي فيها إدارة الشركة دورا بارزا في إدارة تشكيلة الأوراق المالية وذلك تميزا لها عن وحدة الاستثمار التي لا يؤدي فيها الكفيل أو الأمين دورا في هذا الشأن، وكنتيجة لذلك يتوقع أن تكون تكاليف بناء التشكيلة أو إدارتها أعلى في حالة شركات الاستثمار، ولم تقف التكاليف العالية حائلا دون نمو تلك الشركات. ذلك أن معظم المستثمرين يعتقدون أن مزايا الإدارة للمستثمر للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة، هذا وتنقسم شركات الاستثمار المدار إلى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.

1-2 شركات الاستثمار ذات نهاية مغلقة :

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهما تباع للجمهور , إذ يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات على النحو الذي سيعرض له الكتاب الثاني .

ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير , يستثنى من ذلك حالتان نادرتا الحدوث :الحالة الأولى هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق على النحو الذي سنعرض له بعد قليل أما الحالة الثانية فهي إصدار الشركة لأسهم جديدة , وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التي سنعرض لها في هذا القسم , وودائع وحدة الاستثمار التي سبقت الإشارة إليها , لا تبدي شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها.

فالتطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها بعد أن تنتهي بنكبر الاستثمار – التي تولى إصدارها – من تصريفها , أن يصدر أمرا بذلك للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بتنفيذ الأمر كما في السوق المنظمة (البورصة) التي تتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق الغير المنظمة التي يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة (OTC) – Over – The – Counter وذلك من خلال التجارة وبيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعا وشراء وذلك على النحو الذي سنعرض له في بحثنا .

وهذا لا يمنع قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق (المنظمة أو غير المنظمة) وإذا كان ذلك أمرا نادرا , ومرهونا بهبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية التي يتم حسابها وفقا للمعادلة (1-3) شأنها في ذلك شأن وودائع وحدة الاستثمار

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص-خ}}{\text{ن}}$$

حيث ص تمثل القيمة السوقية للأصول أي القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها .

وتمثل خ القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض أو سندات مصدر أو ماشابه ذلك ,

أما ن فتمثل عدد الأسهم العادية.

ويضيف المؤلف أنه لو كانت هناك أسهم ممتازة أصدرتها الشركة حينئذ تحسب قيمة الأصل الصافية على النحو التالي :

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص - خ - م}}{\text{ن}}$$

حيث م تمثل القيمة الاسمية للأسهم الممتازة.

ولتوضيح الفكرة وراء قرار الشركة بشراء أو عدم شراء أسهمها من السوق , دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية هي 50 جنهما لكل سهم في الوقت الذي يشتري فيه السهم من السوق بقيمة قدرها 40 جنهما في ظل هذه الظروف قد يكون القرار الأمثل هو قيام المدير المسئول ببيع حصة واحدة من الأوراق المالية المكونة للصندوق بسعر 50 جنهما , ثم استخدام حصيلتها في شراء (استرداد) سهم واحد بسعر 40 جنهما .

وإذا ما استخدم ما تبقى معه وقدره 10 جنمات في شراء أوراق مالية لتضاف إلى الصندوق , حينئذ سوف ترتفع قيمة الأصل الصافية لكل سهم لصالح ما تبقى من مستثمرين وبالطبع يتوقف مقدار الزيادة على عدد الأسهم المشتراة والتي تحقق من ورائها وفورات , كما يتوقف على سعر شراء السهم وعلى عدد الأسهم المتبقية .

هذا هو القرار الأمثل ولكن ستجد الشركة مستثمرا مستعدا لدفع 50 جنهما للحصول على سهم يباع في السوق بقيمة قدرها 40 جنهما ؟

بعبارة أخرى ليس أمام الشركة سوى استخدام ما لديها من نقدية فائضة في إعادة شراء الأسهم كما يمكنها الحصول على قروض لتمويل عملية الشراء غير أن هناك من يؤكد على أن إدارة الصندوق عادة ما تحجم عن شراء (استرداد) أسهمها , بهذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم . لماذا ؟ لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني انخفاض قيمة الأصول الكلية , ونظرا لأن مكافئة الإدارة تجيب على أساس نسبة (حوالي 5%) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها , فان تصرفها المشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافئات المستحقة لها , هذا إلى جانب أن استمرار الإدارة في شراء (استرداد) الأسهم إلى النهاية , يعني تحول استثمارات الصندوق إلى أموال سائلة ولا تصبح هناك حاجة إلى خدمات الإدارة ولعل هذا السيناريو يذكر طلاب إدارة المالية بتكلفة الوكالة وكيف أن الإدارة قد لا تسعى في كثير من الأحيان إلى تعظيم ثروة المالكين وذلك لحماية مصالحها الشخصية وعلى الرغم من أن القيمة السوقية لسهم شركة استثمار قد تكون أعلى من قيمة الأصل الصافية لكل سهم , بما يعني أن السهم يباع بعلاوة "At. Premium" فان الغالب هو أن القيمة السوقية للسهم

أقل من قيمة الأصل الصافية, هذا التباين بين القيمتين هو حقيقة واقعة لها تفسيران :

أحدهما يفسر بيع السهم بخصم والأخر يفسر بيع السهم بخصم وعلاوة .

يتلخص التفسير الأول في تراكم العبء الضريبي نتيجة للتحسن الذي قد يطرأ على القيمة السوقية لبعض الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق والتي تنعكس بالتالي على القيمة التي يباع ويشترى بها السهم العادي للشركة فلو أن مستثمرا ما اشترى السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية لذلك السهم, والتي تعكس التحسن في القيمة السوقية لبعض الأوراق التي يتضمنها الصندوق, فإن لا يكون قد استفاد شيئا ومع هذا فإنه عندما تباع تلك الأوراق وتدفع الشركة ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة فسوف يتحمل المستثمر المشار إليه جزءا من تلك الضريبة لذا يصبح من المتوقع أن يحجم المستثمر على شراء السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية ويصر على الحصول على الخصم "At Discount" يعوضه عن الضريبة التي سوف يتكبدها جراء ذلك التحسن الذي يستفيد منه فقط حملة الأسهم القدامى, وما ينطبق على العبء الضريبي ينطبق أيضا على عمولة السمسرة بمعنى المستثمر لا يقبل شراء السهم إلا بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية مطروحا منها عمولة السمسرة التي يجب أن يدفعها عند شراء السهم .

أما التفسير الثاني لتباين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية, فيمكن في توقعات المستثمر ذاته فإذا كانت التوقعات مشجعة في شأن كفاءة الإدارة وفي شأن سيولة السهم الذي اشتراه (إمكانية التصرف فيه بسرعة دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الإطلاق) فسوف يرتفع الطلب على السهم للمصدرة وترتفع معه القيمة السوقية للسهم إلى مستوى يفوق قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بعلاوة, ومن ناحية أخرى إذا كانت توقعات المستثمر في شأن كفاءة الإدارة أو في شأن سيولة السهم غير مشجعة فسوف ينخفض الطلب على الأسهم المصدرة وتنخفض معه القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بخصم .

ونضيف أن شراء المستثمرين لأسهم شركات الاستثمار عندما تباع بخصم هو من الاستراتيجيات الشائعة وخاصة أن الخصم قد تصل نسبته إلى 40 % من قيمة الأصل الصافية, أما السبب فهو أنه عندما تنكمش قيمة الخصم (أي الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية) بمضي الوقت أو ترتفع القيمة السوقية للسهم ليتحول الخصم إلى علاوة يجني للمستثمر أرباحا غير عادية .

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم هي 30 جنيا وأن السهم ذاته يباع في السوق

بسعر 28 جنيا , وإذا ما حدث تحسن في القيمة السوقية للشكيلة المكونة للصندوق بحيث ارتفعت القيمة السوقية للسهم بمقدار جنيه واحد ليبلغ 31 جنيا , فسوف يحقق المستثمر الذي اشترى السهم بسعر 28 دولار أرباحا رأسمالية قدرها ثلاثة جنيهات (31 جنيا مطروحا منها 28 جنيا) عن السهم الواحد .

هذا ويطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات نهاية مغلقة بالصناديق ذات التداول العام , التي تنشر قيمتها السوقية يوميا في صحف المال , أما قيمة الأصل الصافية فتُنشر في جريدة وول ستريت كل يوم اثنين إذ يجد فيها المستثمر القيمة السوقية للمستثمر وقيمة الأصل الصافية , أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم هذا ويمكن لشركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر أسهم وسندات ممتازة , يكون لعملها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم , إلا أنه على عكس المنشآت الأخرى ينذر أن يخصص جزء من أصول شركة الاستثمار لضمان مستحقات حملة السندات كما لا يعطي لجملة تلك السندات الحق في وضع قيود على تصرفات الإدارة , وتعطي هذه السمة الميزة مرونة لإدارة الصندوق التي يمكنها أن تباع أجزاء من التشكيلة وتشتري غيرها دون قيود من حملة تلك السندات , ويضع قانون شركات الاستثمار الأمريكي الصادر عام 1940 "Investment Company Act" حدا أقصى لما يمكن أن يصدر من تلك الأوراق فقيمة أصول الصندوق ينبغي أن تمثل 300% على الأقل من قيمة السندات المصدرة , 200% من قيمة الأسهم الممتازة المصدرة. إن إضافة الأسهم الممتازة والسندات إلى هيكل رأس المال , يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد المتولد عن استثمارات الصندوق وهو ما يترك أثره الإيجابي على القيمة السوقية للسهم غير أن العكس يمكن أن يحدث , حقا ترتفع القيمة السوقية للسهم عندما يكون معدل الفائدة على الاستثمار الذي يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة , إلا أنه إذا كان معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة , فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة تطبيقا لمفهوم المتاجرة بالملكية أو ما يطلق عليه بالرفع المالي الذي عادة ما تعرض له المؤلفات في الإدارة المالية وينظر إلى ثبات هيكل رأسمال شركة الاستثمار أي ثبات حجم الأسهم المصدرة وكذا عدم إبداء الشركة استعدادها لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم على أنها سمتان مثلتا قيودا على نمو هذا النوع من الشركات , من ناحية أخرى فإن ما تتميز به شركات الاستثمار ذات نهاية مفتوحة من حيث استعدادها الدائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبق لانقضاء الشركة , وان التوزيعات والفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة يتم توزيعها بالكامل على حاملي الأسهم , ومع هذا فإن معظم الشركات بل وتشجع على إعادة الاستثمار لتلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية , يتحدد عددها بناء على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس على القيمة السوقية للسهم ,

فلو أن إحدى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة قد أعلنت عن توزيعات قدرها جنيهان لكل سهم، وكانت القيمة الصافية للأصل الواحد هي 20 جنيهاً فإن المستثمر الذي يمتلك 50 سهماً يكون له خيارين، الحصول على (100 جنيه - 20 جنيهاً) = بصرف النظر عن القيمة السوقية التي يكون قد بلغها سعر السهم وإذا ما أراد المستثمر حساب معدل العائد على الاستثمار في أسهم شركات الاستثمار ذات نهاية مغلقة فيمكنه ذلك من خلال المعادلة 1-3.

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

حيث س* تمثلان قيمة الأصول الصافية في نهاية المدة و في أول المدة على التوالي، أما ت فتتمثل التوزيعات التي حصل عليها المستثمر خلال المدة التي يحسب عنها المعدل.

2-2- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تدير شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة open-end investment campanes عدداً من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة. وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محددة ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها وإن كان لا يجوز لها إصدار السندات و على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة. لا تتداول أسهم الشركات ذات نهاية مفتوحة بين الأفراد. بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته الأسهم. أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين و هو ما تسعى إليه الإدارة. و ذلك طالما أن ما تحصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرين في الصندوق و هذا يعني ضمناً أن أسهم تلك الشركات لا تتداول في أسواق رأس المال المنظمة و غير المنظمة و من ثم لا تسجل أسهمها في تلك الأسواق و بالتالي لا تكون لها قيمة سوقية. كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر. فالسعر الذي تشتري به الشركة أسهمها عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم أما السعر الذي يباع به السهم فيساوي أيضاً قيمة الأصل الصافية للسهم إذا لم تكن هناك مصروفات شراء. أما إذا كان هناك مصروفات للشراء. فإن سعر السهم سوف يساوي قيمة الأصل الصافية مضافاً إليها قيمة تلك المصروفات. و عادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً. أو حتى مرتين في اليوم الواحد. و يتم حسابها على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الاستثمار. وقت إجراء الحساب، و في بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء. و مما يذكر أن شركات الاستثمار في الولايات المتحدة عادة ما تنشر أسعار الشراء « Bid Price » و أسعار البيع « ASK Price or offer Price » لأسهمها في صحيفة « وول ستريت، »

و يتمثل سعر البيع كما سبق أن ذكرنا في قيمة الأصل الصافية للسهم، و ذلك بالنسبة للصناديق التي لا يتحمل المستثمر فيها مصروفات الشراء « loading fees » و التي تميز بالحرفين « NL » أي « No loading fees »، أما بالنسبة لسعر البيع للصناديق التي يتحمل فيها المستثمر مصروفات شراء فتساوي قيمة الأصل الصافية مقسومة على (1- نسبة تكاليف الشراء التي يتحملها المستثمر) وتنقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رحلات أو بيوت السمسرة) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر Fooding وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو البريد ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوما للشراء No- loading Fonds وبالنسبة للنوع الأول عادة ما لا يقل الحد الأدنى لرسوم الشراء عن 1% من قيمة الأصول الصافية غير أنها ترتفع كلما انخفضت قيمة الصفقة وإذا كانت لا تتعدى نسبتها في ظل القانون الأمريكي عن 8.5 إلا أن الإشارة إليه أن النسبة الفعلية لتلك الرسوم عادة ما تزيد على ذلك طالما أن مصروفات الشراء تخصم من أصل المبلغ المستثمر فالمستثمر الذي يرغب 1000 جنيه قد تخصم منه مصاريف الشراء قدرها 85 جنيها لتبقى 915 جنيها تستثمر في شراء الأسهم .

هذا ولا تقتصر مهمة منفذ التوزيع على تسويق الأسهم بل تمتد إلى مساعدة المستثمر في التخطيط المالي لموارده، وفي اختيار صندوق الاستثمار الذي يناسب ظروفه، كما تتضمن المهمة تزويد المستثمر بالمنشور Prospectus أي صحيفة التسجيل التي تتضمن معلومات عن طبيعة نشاط الشركة وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ونسخة من عقد تأسيس الشركة ولوائحها وماشابه ذلك وبالطبع لو أن الشركة من النوع الذي يسوق أسهمه مباشرة - عادة من خلال وسائل الإعلام - فلن يكون هناك محل لرسوم أو مصاريف الشراء ومن ثم لا يخصم شيء من المبلغ المراد استثماره غير أن ما تجدر ملاحظته أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم استرداد أو تصفية Rédemption or liquidation fées إذا ما رغب المستثمر في التخلص مما يملكه من أسهم، و تتراوح نسبة تلك الرسوم ما بين 1% و 8% من قيمة الأصل الصافية، و ذلك اعتمادا على مدة الاحتفاظ بالسهم. (1)

يتمثل الاختلاف الأساسي بين شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة و شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في عدد الأسهم المصدره ففي ظل الشركات ذات النهاية المغلقة يوجد عدد ثابت من الأسهم يتم التعامل عليها معا أو شراء في الأسواق المفتوحة

و من خلال العرض و الطلب على أسهم الصندوق و التي تمثل المحدد الرئيسي لسعر السهم, و من الملاحظ أنه لا يوجد ارتباط قوي بين القيمة الصافية للأصل و السعر السوقي لسهم الصندوق في شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة, فمعظم الصناديق ذات النهاية المغلقة التي تستثمر في أسهم عادية أو ممتازة (حقوق الملكية) عادة ما تتبع حصتها بعد خصمها من القيمة الصافية للأصول خاصة في السنوات الأخيرة, و قد تتعدى نسبة الخصم في معظم الأحوال 30% و هي نسبة تشجيع المستثمرين على الاستثمار في الصناديق ذات النهاية المغلقة نظرا لإمكانية تحقيق عوائد مرتفعة, حيث يشتري المستثمر الأصول بقيمة معينة غير أنه يدفع أقل من تلك القيمة في غالب الأحوال.

و قد يثار التساؤل حول وجود خصم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة, و لعل السبب في ذلك يرجع إلى أنه لا يوجد سمسار واحد يبيع أسهم لتلك الصناديق مقارنة بالصناديق ذات النهاية المفتوحة.

وعلى النقيض من ذلك توجد صناديق استثمار تباع أسهمها بعلاوة إضافية للقيمة الصافية للأصل . مثل صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة لحق الملكية " Equity closed end funds " .

أيضا من الاختلافات الرئيسية بين صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة عملية الرسملة Capitalisation فعادة ما تختار شركات أو صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة هياكل رأس مال لا تعتمد فيها كثيرا على الرفع المالي , على النقيض من ذلك فان هياكل رأس مال الشركة ذات النهاية المغلقة عادة ما تتضمن قدرا كبيرا من الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم (1).

1- د - محمد منير إبراهيم هندي - أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - الإسكندرية - المكتب العربي الحديث طبعة 2003 ص 95 , ص 119

2- عبد الغفار حنفي وآخرون - الأسواق المالية أسواق رأس المال , البورصات , البنوك , شركات الاستثمار - طبعة 2006 - الدار الجامعية - الإسكندرية - ص 98 , 99.

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, غير أن الهدف الأساسي لأغلبية هذه الشركات هو النمو بينما يهدف البعض منها إلى زيادة أرباحها, و مازال هناك بعض الصناديق التي أنشأت للاستثمار في أدوات السوق النقدي و أنشأت العديد منها 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 تباع 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 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 للجماهير كإدارة المخاطر بواسطة المحافظ الاستثمارية عن طريق محللين و خبراء استثمار, و كذلك بإعطاء المستثمر الفرصة في تنوع استثماراته بالاستثمار غير المباشر في شركة استثمار بدلا من الاستثمار المباشر في الأوراق المالية.

كما تتيح للمستثمر الصغير أن يتحمل حصصا في أسهم بقيمة 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 الأوراق المالية 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 استثماراته 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 على النتيجة يعني أن خبير الاستثمار يعمل كسمسار.

و لقد 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 ركز البعض الآخرين على الاستثمار في أسهم شركات تتبع سياسة توزيع غالبية الأرباح على السندات ذات الدخل الثابت، و لقد كان للانهيار السيئ لسوق الأسهم في نهاية السبعينات و الارتفاع في مستوى أسعار الفوائد آثار سلبية و أخرى إيجابية فالآثار السلبية تمثلت في انخفاض نسبة النمو في صناديق الاستثمار التي ركز استثمارها على الاستثمار في الأسهم و السندات.

و أدت الآثار الإيجابية 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 لزيائنها و لكل مقابل أجر، الأمر الذي لم يجعل هذه الحسابات المفتوحة من قبل البنوك بديل للحسابات الجارية التي وفرها السوق النقدي.(1)

1-دكتور عبد الغفار حنفي - دكتور رسمية زكي قريبا قص - الأسواق و المؤسسات المالية - جامعة الإسكندرية - مصر - 2001 - ص 99.95.

المطلب الرابع: الشكل التنظيمي لشركات الاستثمار

كما يبدو من مسمى شركات الاستثمار، أنها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات « corporations »، فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها، و يشرفون على محافظ الاستثمار، و يختارون المديرون التنفيذيين، أما السلطة المركزية لتلك الشركات، فعادة ما تكون في يد الكفيل التي أسسها، و قد يكون الكفيل بنكير استثمار « investment banker » و هو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمنشآت، كما قد يكون بيت للمشورة في شؤون الاستثمار « investment counselor advisory firm »، و هي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث و المشورة لغيرهم، أو بيت للسمسة « brokerage house » يتعامل في الأوراق المالية بيعا و شراء، كما قد يكون الكفيل شركة تأمين « insurance company » يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى إلى استثمارها.

و بالنسبة للقرارات النهائية في شأن سياسات الاستثمار فعادة ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الاستثمار المختص، أما بالنسبة لنشاط البحوث و المشورة فقد يعهد به للعاملين بالشركة، أو قد يعهد به لبيوت أو مكاتب متخصصة، و في بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من شركات الاستثمار على تبادل المشورة فيما بينها من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي، و مما يذكر أن بنكيرات الاستثمار أو بيوت المشورة التي تنشئ شركات الاستثمار عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها.

و 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 الأوراق المالية المملوكة للشركة و صياغتها فعادة ما يوكل أمرها في هذه الحالة إلى أحد المصارف أو أحد بيوت السمسة، مثل هذا الإتجاه من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإدارة.

إدارة شركة الاستثمار:

شركة الاستثمار – على فرض أنها تشمل على صندوق واحد – هي شركة تتمثل أصولها أساسا في تشكيله (محفظة) من الأوراق المالية من النوع الذي يسهل تسويقه و يتولى شؤون إدارة المحفظة و باقي المهام شركة إدارة منفصلة « Management company » يتم استئجارها لهذا الغرض، و ذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الاستثمار، هذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الاستثمار أما ما يحدث فهو أمر مثير، ينطبق عليه التساؤل الشائع و هو هل الدجاجة أتت أولا أم البيضة؟ و يبدو أن الإجابة هنا هي أن البيضة هي التي أتت أولا فشركة

الاستثمار تبدأ بمجموعة من المديرين أو بيت للمشورة، يقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (و إلى هنا لم تبدأ الشركة بعد) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي للشركة، وذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (التي سبق أن اختار أعضاء المجلس) ليتولى الإدارة الفعلية و يطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة الإدارة التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق، و عادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة و الألعاب (التي سبق أن اختار أعضاء المجلس) ليتولى الإدارة الفعلية و يطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة الإدارة التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق، و عادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة و الألعاب « fees » التي سوف تحصل عليها في مقابل اطلاعها بتلك الواجبات، و تتحدد الألعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى 1.5% من القيمة الكلية للمال بالمستثمر، أما واجبات الإدارة ففي مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة، و إدارة المحفظة و الواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم الشركة و الإطلاع بالمهام الإدارية المتصلة بتسويق الأسهم كافة و إعادة شرائها و ماشابه ذلك.

و تضيف أنه لما كانت رسوم الخدمة تتحدد على أساس القيمة الكلية للاستثمار في الصندوق، فإن شركة الإدارة عادة ما تعمل على تأسيس أكبر عدد ممكن من الصناديق، لتلبي احتياجات مختلفة لفئات المستثمرين، مثل هذا الإجراء يتوقع أن ينعكس إيجابيا على الرسوم التي تحصل عليها شركة الإدارة، كما يتمخض عنه العديد من مزايا الحجم الكبير « economies of scale » التي تعود بالنفع على المستثمرين و حتى يكتمل لدي القارئ إطار كامل من إدارة شركات الاستثمار، قد يكون من الملائم أن تعرض في هذا القسم لسياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار، و التكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر، و الكيفية التي يمكن بها المستثمر أن يشتري أسهم الشركة، و أخيرا إدارة حساب العميل.

1- سياسات الاستثمار:

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الاستثمار « investment policies » المتبعة، و يأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة التنوع المحفظة أي سياسة تنوع مكونات صندوق الاستثمار، فهناك شركات تفترض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء أسهمها بما يعني أنه ليس له محفظة أوراق مالية خاصة به، في ظل هذا التصور يصبح من المتوقع أن يتضمن الصندوق تشكيلة من الأوراق المالية على درجة عالية من التنوع و على النقيض من ذلك هناك شركات تفترض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به، و أن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة، و من ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عال من التنوع و لكل سياسة مؤيديها الذين يفصلونها على السياسة الأخرى.

و نظرا لأهمية التنوع الجيد لغالبية المستثمرين في تلك الصناديق فقط حدد قانون شركات الاستثمار الأمريكي الصادر عام 1940 سمات شركة الاستثمار التي تولي أهمية خاصة لسياسة التنوع، في مقدمة تلك السمات أن يتوافر في 75% على الأقل من استثمارات الصندوق شرطان أساسيان: الشرط الأول ألا يزيد الاستثمارات الصندوق المالية التي تصدرها جهة معينة عن 5% من القيمة الكلية للتشكيلة التي يتضمنها الصندوق، أما الشرط الثاني فهو أن لا يزيد الاستثمار في ورقة مالية معينة عن 10% من مجموع الإصدار من تلك الورقة، أما الحكمة من إعفاء باقي الاستثمار في الصندوق (125) من متطلبات التنوع المشار إليه، تشجيع شركات الاستثمار لتوجيه جزء من مواردها للاستثمار في رؤوس أموال المنشآت الصغيرة، إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الاستثمار في شركة واحدة أو عدد محدود من الشركات.

هذا وإذا لم يتوفر هذان الشرطان ، حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخذ بسبل التنوع Nondiversified investment Company ورغم أن لهذا التصنيف أثره الضريبي غير المرغوب كما ستشير فيما بعد ، إلا أن بعض الشركات تفضل أن تصنف على هذا النحو طلبا للمرونة أو لرغبتها في التخصص في الأوراق المالية التي تصدرها صناعة معينة أو منشآت معينة ، وبالنسبة لتلك الشركات أي شركات الاستثمار المتخصصة، فقد يركز بعضها تخصصه في الاستثمار في الأوراق المالية لمنشآت تعمل في صناعة معينة أو قطاع معين بينما يتم تركيز أخرى على نوع معين من الأوراق المالية مثل الأوراق المالية للمنشآت الصغيرة أو الأوراق المالية المتداولة في السوق غير المنظم الذي سبقت الإشارة إليه، كما يمكن أن يكون التركيز على الأوراق المالية لمنشآت تعمل في دولة معينة..... وهكذا .

وقد لا تقتصر سياسات الاستثمار على مستوى أو درجة التنوع في مكونات صناديق الاستثمار، إذ قد تمتد إلى أمور أخرى فهناك مثلا شركات تضع سياسة استثمارية نشطة Active مؤداها إجراء تغيرات مستمرة في مكونات التشكيلة ، سعيا وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية، وعلى النقيض قد تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك، خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه، وبالنسبة للسياسة الأولى فإنها تقضي بتشكيل المحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة، وذلك قبيل ارتفاع متوقع في مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق ، أما قبيل توقع انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية فيوصى بإجراء تغيير في مكونات المحفظة، وذلك باستبدال مكونات التشكيلة بتشكيلة أخرى ذات مخاطر منخفضة ويطلق على هذه الإستراتيجية إستراتيجية توقيت السوق Market Timing Strategy ومما يذكر أن بعض شركات الاستثمار لا تقتصر على الموارد المالية المتمثلة في حصيلة مبيعات أسهمها العادية، بل قد تقوم كذلك بالحصول على موارد

مالية إضافية , بإصدار سندات وأسهم ممتازة تستخدم حصيلتها في تمويل المزيد من الاستثمارات, وبالطبع فإن الفرق بين تكلفة تلك المصادر الإضافية, وبين معدل العائد على الاستثمارات التي تم تمويلها من تلك المصادر , يعود في النهاية على حاملي الأسهم العادية غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن مثل هذه السياسة التي من شأنها زيادة العائد الذي يحققه حاملو الأسهم العادية مقارنة بشركة مماثلة لا تتبع تلك السياسة, يصحها أيضا زيادة في المخاطر التي يتعرضون لها ويحدث هذا عندما ينخفض عائد استثمارات الشركة إلى مستوى اقل من تكلفة تلك الموارد الإضافية وهي تكلفة ثابتة بطبيعتها.

2- تكاليف الاستثمار:

إضافة إلى التكاليف الخفية التي سنعرض لها في نهاية هذا الجزء هناك أنواع من التكاليف الصريحة التي يتكبدها المستثمر , وتمثل هذه التكاليف في رسوم شراء أسهم الشركة ورسوم أو أتعاب الإدارة, وتكلفة المعاملات, والمصاريف الإدارية, يضاف إليها نوع خامس وهو رسوم الاستيراد التي يتكبدها المستثمر عندما يرغب في استرداد قيمة السهم .

2-1- رسوم شراء الأسهم:

يقصد برسوم شراء الأسهم العمولة التي يدفعها المستثمر عندما يشتري السهم من خلال الوسطاء سمسرة كانوا أو تجارا , مثل هذه الرسوم لا وجود لها عندما يتم شراء السهم من إدارة الصندوق نفسه, ونضيف انه بالنسبة للصناديق ذات النهاية المفتوحة تتناسب تلك الرسوم تناسبيا عكسيا مع حجم المبلغ المستثمر , وان كان الحد الأقصى لها في الأسواق الأمريكية لا يتجاوز 8.5% من قيمة الأصل الصافية كما اشرنا سابقا , أما بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة فإن حجم تلك الرسوم يماثل مقدار عمولة السمسرة التي يدفعها المستثمر عند إبرام صفقة مماثلة لشراء مباشر لأسهم منشآت الأعمال , هذا ويمكن للمستثمر أن يتعرف بسهولة على قيمة تلك الرسوم بمجرد اطلاعه على صحيفة تنشر أسعار أسهم شركات الاستثمار , ففي صحيفة" وول ستريت "يمكن حساب قيمة تلك الرسوم بطرح قيمة الأصل الصافية NAV من السعر الذي يباع به السهم .

2-2- رسوم وأتعاب الإدارة:

يقصد بأتعاب الإدارة الرسوم السنوية التي يدفعها المستفيد مقابل إدارة صندوق الاستثمار, والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية, أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط 5% من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة ونتيجة لربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية

الكلية لمكونات الصندوق تسعى الإدارة جاهدة لزيادة تلك القيمة ويتم ذلك إما من خلال الأداء الجيد الذي من شأنه ان يحدث تحسنا في القيمة السوقية للأسهم – ويترك أثره بالتالي على قيمة الأصل الصافية – أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين .

3-2- رسوم استرداد قيمة الأسهم:

يقصد برسوم الاستيراد تلك الرسوم التي قد يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة, طلبا لاسترداد قيمة السهم ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في متوسط ما بين 4% و5% من قيمة الأصل الصافية , بل وقد تزيد عن ذلك وغالبا ما تقتصر تلك الرسوم على صناديق الاستثمار التي لا توجد فيها رسوم شراء أو تلك التي تكون فيها رسوم الشراء منخفضة .

4-2- تكاليف المعاملات :

يقصد بتكاليف المعاملات العمولات التي يدفعها الصندوق للسماسرة عن عمليات شراء الأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وبيعها وتبدو أهمية هذا النوع من التكاليف في حالة الصناديق ذات الإدارة النشطة التي تسعى إلى اغتنام أي فرصة متاحة تكون فيها القيمة السوقية لورقة مالية ما اقل أو اكبر من قيمتها الحقيقية, على النحو الذي سبقت الإشارة إليه, بل وقد يصل الأمر إلى التغيير الذي تجريه الإدارة سنويا في مكونات التشكيلة او المحفظة نتيجة لعمليات البيع والشراء او ما يطلق عليه بمعدل المحفظة قد يتضمن بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية تتراوح قيمتها بين 20% إلى أكثر من 100% سنويا , وهو ما يعني أن مكونات المحفظة قد يدخل عليها تغيير كامل في كافة مكوناتها أكثر من مرة واحدة في السنة .

5-2- المصاريف الإدارية:

يقصد بالمصاريف الإدارية الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق والإيجارات والمصاريف القانونية والمحاسبية.....وماشابه ذلك ,وعادة لا تتجاوز القيمة السنوية لتلك المصاريف عن 5% من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق ,وتعد تلك التكاليف خصوصا رسوم الشراء وتكاليف المعاملات كبيرة الى الحد الذي يجعل صناديق الاستثمار أداة غير جذابة لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة بل ويكشف الواقع عن وجود تكاليف أخرى خفية يتحملها المستثمر وبالطبع ينبغي أخذ تلك التكاليف الخفية في الحسبان عند المفاضلة بين الصناديق التي يوجه إليها المستثمر مدخراته .

3- طرق شراء الأسهم :

تتيح معظم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أساليب بديلة لشراء أسهمها, تتمثل تلك الأساليب في الشراء النمطي أو العادي, والشراء طبقا لخطة تجميع مدخرات اختيارية وأخيرا الشراء طبقا لخطة تجميع مدخرات تعاقدية .

3-1- الشراء النمطي أو العادي:

يقصد بأسلوب الشراء النمطي قيام المستثمر بشراء أسهم شركة الاستثمار من خلال صفقات مستقلة في ظل خطة معينة على النحو الذي سنوضحه فيما بعد, هذا وفي كل صفقة يتكبد المستثمر رسوم شراء تخصم من قيمة المبلغ المستثمر, فلو أن المستثمر يرغب في استثمار مبلغ قدره 2500 جنيه في شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار وكان معدل رسوم الشراء على الصفقة 8% حينئذ يصبح المبلغ المستثمر 2100 جنيه, أي إجمالي المبلغ المستثمر (2500 جنيه) معا وخاصة قيمة رسوم الشراء (8X2500%) ومن جهة نظر شركة الاستثمار فان هذه الصفقة تضيف مبلغا قدره 2100 جنيه فقط الى قيمة الموارد الاستثمارية, وذلك على أساس أن رسوم الشراء تحصل عليها أطراف خارجية وهم القائمون على تسويق أسهم الشركة .

3-2- الشراء وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية:

إذا ما اختار المستثمر شراء أسهم شركة الاستثمار وفقا لخطة تجميع مدخرات اختيارية حينئذ يفتح له حساب خاص يودع فيه مبلغا مبدئيا من تحت حساب شراء الأسهم وعادة ما يتراوح الحد الأدنى لهذا الحساب في السوق الأمريكية ما بين 25 دولار , و500 دولار حسب ما تنص عليه لوائح الشركة بعد ذلك يقوم المستثمر بإيداع مبلغ بصفة دورية لغرض شراء الأسهم تتراوح قيمته ما بين 25 دولار , 100 دولار حسب ما ورد في تفاصيل الخطة , ولكن ماذا عن رسوم الشراء ؟ يخصم من حساب المستثمر نسبة لا تتجاوز 20% من قيمة كل دفعة يودعها المستثمر .

3-3- الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية:

من أهم سمات الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية تعرض المستثمر للجزاء في حالة إخلاله بشروط الاتفاق والزامية تحديد الفترة الزمنية التي تغطيها الخطة والتي عادة ما تبلغ 10 سنوات وفي ظل هذا النوع من الخطط يدفع المستثمر 50% من قيمة رسوم الشراء للخطة كلها في السنة الأولى وحدها, مثل هذا الإجراء يعد في حد ذاته دافعا للتمسك بتنفيذ الخطة وقد أدخل تعديل على قانون شركة الاستثمار الأمريكي على عام 1960

يقضي بأنه إذا ألغيت الخطة بعد 18 شهرا من إقرارها بسبب عدم التزام المستثمر بمتطلباتها فلا يجوز له استرداد أي شيء من قيمة رسوم الشراء التي دفعها والتي تزيد عما كان عليه أن يدفعه لو أنه اشترى ما يتوافر من أسهم وفقا لأسلوب الشراء النمطي أما إذا ألغيت الخطة قبل تلك الفترة, فإن القانون يعطي المستثمر الحق في استرداد جزء من تلك الرسوم .

4- إدارة حساب العميل:

إلى جانب البدائل المتاحة لشراء أسهم شركة الاستثمار, توفر بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة خططا واتفاقيات بديلة لإدارة استثمارات عملائها, ومن أبرز تلك الخطط خطة إعادة استثمار التوزيعات وخطة دخل التقاعد, وخطة ترتيبات السحب المنتظم واتفاقيات التبديل أو التغيير .

4-1- خطة إعادة الاستثمار:

تتيح العديد من شركات الاستثمار فرصا لحملة أسهمها للاتفاق على ترتيبات لإعادة استثمار نصيبها في الأرباح وذلك بدلا من حصولهم عليه نقدا, ووفقا لتلك الخطة يحصل المستثمر على عدد من الأسهم بما يعادل قيمة الأرباح التي أعيد استثمارها وحتى يمكن إعادة استثمار نصيبه بالكامل من تلك الأرباح, فقد يقتضي الأمر حصوله على جزء من الأسهم وهذا أمر مقبول, ولا يتحمل المستثمر رسوم الشراء عن الأسهم التي حصل عليها وان كانت بعض الشركات قد فرضت رسوما - منخفضة نسبيا - على المبالغ المعاد استثمارها على النحو الذي سبقت الإشارة إليه, وهذا ولا يعني إعادة استثمار نصيب المستثمر من الأرباح, إعفائه من الضريبة التي كان سيدفعها لو أنه حصل على قيمة تلك التوزيعات نقدا, فالضريبة تفرض على الأرباح المعاد استثمارها طالما أن الخيار متروك للمستثمر في أن يحصل على قيمة الأرباح نقدا أو أن يعيد استثمارها .

4-2- خطة التقاعد:

أعطى القانون الأمريكي لمن يعمل لحساب نفسه أن ينفذ خطة لمعاش التقاعد من خلال ما يسمى بحساب التقاعد الفردي وبمقتضى تلك الخطة يدفع المستثمر نسبة من دخله لحساب شراء عدد من أسهم شركة الاستثمار للغرض المذكور وفي عام 1987 أصبح من حق أي شخص - سواء كان يعمل لحساب نفسه أو يعمل لحساب آخرين - أن ينفذ على ذات النحو خطة خاصة لمعاش التقاعد وبالنسبة لمن يعمل لحساب غيره يشترط أن لا تزيد مساهمته في الخطة عن 2000 دولار من دخله السنوي, وإذا لم يكن للزوجة (الزوج) دخل خاص جاز للزوج (الزوجة) فتح حسابين واحد له وآخر لزوجته ويشترط أن لا تزيد مساهمته عن

2250 دولار للحسابين أما بالنسبة لمن يعمل لحسابه الخاص لا يجوز أن تصل مساهمته إلى 20 % من دخله السنوي , وبحد أقصى لا يتجاوز 30000 دولارا .

3-4- خطة السحب المنتظم:

تبدي شركات الاستثمار الأمريكية استعدادها لتنفيذ رغبة العميل في الحصول على دفعة منتظمة من أرباح استثماراته وذلك بشرط أن لا يقل رصيد حساب العميل لدى الشركة عن مبلغ معين , عادة ما تتراوح قيمته ما بين 5000 دولارا و 10000 دولارا أما حجم المسحوبات الشهرية فيشترط أن لا تقل عن 50 دولارا , وفي حالة ما إذا كان نصيب المستثمر من الأرباح يقل عن الدفعات المطلوبة , تقوم الشركة باسترداد جزء من أسهم العميل وإيداع قيمتها نقدا في حسابه حتى يتسنى لها تنفيذ شروط الاتفاق , وفي بعض الحالات قد تضع الخطة حدا أقصى لعدد الأسهم التي ينبغي استردادها وهو ما يعني بالتبعية أن دفعات التي سيحصل عليها المستثمر قد تختلف من شهر إلى آخر .

بل وقد ينص في الخطة على أن لا تزيد المسحوبات عن نصيب المستثمر في الأرباح رغبة في تجنب استهلاك جزء من رأس المال, وفي حالات أخرى قد تتحدد قيمة المسحوبات بنسبة معينة من النمو الذي تحقق لقيمة الأصل الصافية لما يمتلكه المستثمر من أسهم, هذا يعني انه إذا لم يتحقق النمو في فترة من الفترات , فلن يستطيع المستثمر سحب أي مبلغ من حسابه.(1)

4-4- اتفاقية التبديل :

يقصد باتفاقيات أو شروط التبديل السياسية التي تضعها شركة الاستثمار التي تدير عدد من الصناديق مختلفة الأهداف والتي بمقتضاها يمكن للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لأخر على أساس قيمة الأصل الصافية للسهم, وذلك في مقابل رسوم ضئيلة أو دون رسوم على الإطلاق وبالطبع تناسب تلك الشركات المستثمرين الذي تتغير أهدافهم عبر الزمن وحتى لو لم يحدث تغيير في أهداف المستثمر, فقد يتبع سياسة التبديل. يحدث هذا إذا ما توقع انخفاض مستويات أسعار الأسهم في السوق خلال السنة أو السنتين القادمتين, ووجد من صالحه تحويل استثماراته من صناديق النمو إلى صناديق الدخل ويمكنه بالطبع أن يفعل العكس إذا ما توقع ارتفاع مستويات الأسعار في فترة مقبلة, هذا وإذا ما أسفر التحويل من صندوق إلى آخر عن تحقيق المستثمر لأرباح أو تعرضه لخسائر فان تلك الأرباح أو الخسائر تضاف أو تخصم من إيراداته الخاضعة للضريبة أما السبب فهو أن التحويل ينطوي في حقيقة الأمر على عمليات البيع والشراء.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار: مفهوم – أنواع – الأطراف المتداخلة.

تقوم شركات الاستثمار التي تكلمنا عنها في المبحث الأول بتشكيل عدد من صناديق الاستثمار الا أنه يمكن أيضا لهذه الصناديق أن تشكل من طرف البنوك سواء تقليدية أو إسلامية أو شركات التأمين الخاصة في الدول النامية فنجد صناديق الاستثمار لا تشكلها شركات استثمارية خاصة بها مثل ما يوجد في أمريكا وانجلترا بل تشكله البنوك بشكل أساسي حيث أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار .

وفي الواقع الملموس نجد أن فكرة صناديق الاستثمار اتجهت في الآونة الأخيرة إلى بعض الدول النامية مثل: الهند , ماليزيا , الفلبين مما أدى إلى تطوير أسواق الأوراق المالية بها عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار وبالتالي تطوير المالي والاستثماري لهذه الدول .

المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار

عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة , بان لا يستثمرها في أوراق مالية , نظرا لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق , يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته , فوفقا لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أو السندات التي تصدرها منشأة معينة) بل يجب شراء تشكيلة وهذا ما يعبر عنه بالقول بأن لا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة أو ما يعبر عنه في مفهوم الفكر في مجال الاستثمار بسياسة التنوع التي يمكن تنفيذها من خلال ماركوتز أو من خلال التنوع السادج أي البسيط , على النحو الذي سوف نشير إليه في الفصل الخامس .

مثل هذا التنوع قد يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه , فالتنوع بالنسبة لهؤلاء قد ينطوي على شراء كميات كسرية (أقل من 100 سهم أو سند) مما يعني ارتفاع تكلفة المعاملات , إضافة إلى دفع سعر لشراء الورقة يفوق السعر الذي تشتري به في داخل كمية غير كسرية (100 سهم أو سند أو مضاعفاتها) بعبارة أخرى لا يوجد سبيل يجعل عملية الاستثمار مريحة , سوى شراء عدد ملائم من الأوراق المالية وبكميات غير كسرية , وهو ما يمكن لصغار المستثمرين تحقيقه ولإلقاء المزيد من الضوء على هذه النقطة , دعنا نفترض أن سعر السهم العادي في رأس مال إحدى المنشآت هو 20 جنيها للسهم الواحد هذا يعني أن شراء كمية غير كسرية قوامها 100 سهم سوف يكلف المستثمر 2000 جنيه , وإذا ما التزم المستثمر بأساسيات الفكر في مجال الاستثمار التي تقضي بضرورة الاستثمار في الأوراق المالية في عشر منشآت تقريبا فان هذا يعني ضرورة توافر موارد مالية قدرها 2000

جنه , بفرض أن القيمة السوقية لأسهم تلك المنشآت متساوية وتبلغ 20 جنه للسهم الواحد وإذا ما أضيفت إلى ذلك تكلفة المعاملات , يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً , من وجهة نظر العديد من المستثمرين في الكثير من الدول ومنها بعض الدول العربية .

ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية , فهناك مستثمرون تتوافر لديهم موارد مالية وفيرة تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة في الأوراق المالية إلا أنهم يجمعون عن ذلك أما لعدم توفر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة أو لعدم توفر الوقت لديهم , ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشأت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات " Port Folios " public أو صناديق الاستثمار تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحافظ بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية ويطلق على هذه الشركات بشركات الاستثمار (1).

اختلفت عبارات المؤلفين في تعريفهم للصندوق ولكن يتفقون على أنه وعاء مالي ذو ذمة مستقلة .

إلا أن البعض خلط في تعريفه بين المحفظة الاستثمارية والصندوق مع أن المحفظة الاستثمارية تتكون من شخص واحد يحق له أن يديرها بنفسه أو يعين مديراً لها وقد يتدخل في سياسة المحفظة , وهذا ما لا يكون في الصناديق الاستثمارية ويتضح ذلك في تعريفات للصناديق الاستثمارية أنها : «عقد شركة بين إدارة الصناديق المساهمين فيه , يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل على حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويشترك المساهمون في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص , وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الإصدار .»

ويؤخذ على هذا التعريف أنه حصر الصناديق الاستثمارية في الأوراق المالية مع أنها تتعدد وتنوع فمنها ما يكون في الأوراق المالية ومنها ما يكون صناعياً أو زراعياً أو غير ذلك .

وعرفت الصناديق الاستثمارية كذلك بأنها : «وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية .»

ونلاحظ على هذا التعريف الخلط بين مفهوم الصندوق الاستثماري ومفهوم المحفظة المالية , إلا أن كان القصد هو ترادف المعنيين , الاستثمار أن الصندوق الاستثماري هو : «وعاء للاستثمار له ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة.»

وعرفت كذلك بأنها: "تجميع الأموال بهدف تنميتها في برنامج مشترك بين الأفراد والبنوك, يمتلك فيه الأفراد حصة مساعدة في أصول الصناديق " اوان صناديق الاستثمار mutual Funds "هي : عبارة عن شركات أو بنوك تقوم باستثمار بمحافظ مالية مختلفة ومتعددة , وبذلك فهي تتيح فرصة الاستفادة من هذه المحافظ دون الحاجة لقيام المستثمر بإنشاء المحفظة المالية بنفسه وإدارتها."

ونلخص من هذه التعريفات إلى إن صناديق الاستثمار تحتوي على أربعة عناصر:

- 1- المستثمرون: وهم أصحاب رؤوس الأموال سواء كانوا فرادا أو مؤسسات وتسمى أموالهم ومبالغهم المستثمرة وحدات الاستثمار أو حصص الملكية في الصندوق.
- 2- شركة توظيف الأموال المستثمرين: وتسمى المؤسسة المالية وهي الجهة المخولة بإدارة الصندوق.
- 3- مدير الاستثمار: وهي الجهة ذات الخبرة التي يعينها المصرف أو الشركة الاستثمارية لإدارة الصندوق وهي جهة ذات خبرة ودراية بأسواق الأوراق المالية خصوصا وسوق المال عموما.
- 4- الجهة المرخصة بإنشاء الصندوق: وهي الجهة الحكومية المخولة بدراسة هذه الصناديق والترخيص لها ومراقبة أداؤها, وهي تتمثل في هيئة السوق المالية.(2)

1-د منير إبراهيم هندي – أدوات الاستثمار في الأسواق المالية وصناديق الاستثمار.

2-عبد الرحمان بن عبد العزيز – صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية – الطبعة الأولى – دار النفائس للنشر والتوزيع – الأردن-

المطلب الثاني: نشأة صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية، و تمثل شكلا من أشكال التنظيم الحديثة التي تعمل على إدارة الأموال وفقا لرغبات جمهور المستثمرين، و احتياجاتهم و درجة تقبلهم للمخاطر.

تم إنشاء صناديق الاستثمار في الربع الأول من القرن التاسع عشر في أوروبا و تحديدا هولندا عام 1822م تلتها إنجلترا عام 1870م، ثم مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات و التغييرات التي طرأت على عالم الاقتصاد و المال حتى وصلت إلى شكل يقارب ما هي عليه الآن، و قد تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924م، حينما أنشئ صندوق في بوسطن باسم Massachusetts unvestisment trust على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، و استمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع و التنوع داخل الولايات المتحدة و خارجها، و لا سيما بعد الحرب العالمية الثانية، حتى وصلت في عام 1966م إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً، و بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي، و استمرت صناديق الاستثمار في التزايد السريع حتى وصل عدد الإجمالي في منتصف 2005 إلى نحو 56 ألف صندوق استثماري على مستوى العالم.

و على الصعيد العربي، كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار، قصير الأجل في ديسمبر 1979م، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاما، أي في بداية عام 1993م، و استمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة.

أما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح و الإقبال، و اتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها، و جاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، إذ بدأت تجربتها في عام 1985م، و تبعتها بعد نحو عقد من الزمن و هي: مصر و البحرين و عمان عام 1994م، المغرب عام 1995م، ثم لبنان عام 1996م، و أخيرا الأردن عام 1997م.

المطلب الثالث: تصنيف صناديق الاستثمار

عادة ما تشكل شركة الاستثمار عدداً من الصناديق، يدير كل منها فريق إدارة مستقل، و يمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، كما تصنيفها على أساس هذا الصندوق، و التي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.

تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

يشير ريلي إلى إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في أربع مجموعات: صناديق أسهم عادية، و صناديق سندات و صناديق متوازنة، ثم صناديق سوق النقد.

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 الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، و هناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة بل و ربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة ... و هكذا، لذا 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 حينئذ يصبح قراره التالي هو اختيار نوعية الأسهم التي يفضلها.

و يمكن أن تميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرار و يقظة، و صناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، و يقصد بالصناديق التي تدار باستمرار و يقظة تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية لتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية و لتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية، أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى لتحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، و من ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق و يطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر.

وتقوم فكرة صناديق المؤشرات على فرض أن السوق كفى، بمعنى أن سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التي لها اثر على القيمة السوقية، وفي ظل هذا الغرض لن يكون هناك سهم يباع بسعر أعلى أو

أقل من قيمته الحقيقية , ولن يكون من المجدي لإدارة صندوق الإستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية .

2- صناديق السندات :

يقصد بصناديق السندات تلك التي تتكون من سندات فقط , وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة , بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين , هناك صناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة التي تولد عائدا منخفضا نسبيا ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر , بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمل المخاطر , كذلك هناك الصناديق المختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة , وتتباين معها المخاطر والعوائد المتولد بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين الذين تختلف رغبتهم وقدرتهم على تحمل المخاطر .

3- الصناديق المتوازنة :

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت , مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال , والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية , والأسهم الممتازة , لذا يطلق عليه أيضا الصناديق المنوعة , وبالطبع تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق , فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبيا مع الرغبة في تحميل مخاطر متوسطة نسبيا . يتوقع أن يرتفع - إلى حد ما - نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية , أما عندما يكون في مقدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر , حينئذ ترتفع نسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت , وذلك على حساب الإستثمار في الأسهم العادية ,

4- صناديق سوق النقد :

يقصد بصناديق سوق النقد تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية , إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل اذونات الخزنة , وشهادات الإيداع (الإستثمار) , والكمبيالات المصرفية , ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة عام 1973 , وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الإستثمار في تلك الأوراق المالية مستوى مرتفعا لم يسبق لها الوصول إليه .

وإذا ما تأمل القارئ السمات المميزة لتلك الصناديق لاتضح أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية, فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة, كما أنها أوراق صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية, وهي جهات تأتي الأوراق المالية الصادرة عنها في مقدمة الأوراق مرتفعة الجودة, لذا فقد نجحت تلك الصناديق في جذب المستثمر للمحافظ الذي كان عادة ما يفضل استثمار أمواله من خلال الودائع المصرفية .

يضاف إلى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطي للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرضه لغرامة, بل ويمكنه تحرير شيكات في مقابله ولكن كيف له ذلك ؟ تبرم إدارة الصندوق اتفاق مع أحد المصارف في هذا الشأن وذلك في مقابل قيام المستثمر برد عدد من الأسهم التي يملكها تساوي في قيمتها قيمة المبلغ المسحوب كل ذلك بشرط أن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق .

تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة :

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريق تجذب له فئة معينة من المستثمرين ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف أساسية وهي : النمو والدخل, والدخل والنمو , وإدارة الضريبة إضافة إلى صناديق ذات أهداف مزدوجة .

1- صناديق النمو:

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو إلى تحقيق تحسين في القيمة السوقية التشكيلية التي يتكون منها الصندوق لذا عادة ما تشمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو, بل وربما لمنشآت معينة في داخل تلك الصناعات تظهر سجلاتها نموا مضطربا في المبيعات وفي الأرباح المتحجرة وتنعكس أثارها على القيمة السوقية للسهم , أي نمو الأموال المستثمرة وإعادة استثمارها للأرباح المتحجرة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى, لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا , وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع , في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبة عالية , خاصة في ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الناجم عن بيع الاستثمار بقيمة أكبر من القيمة التي سبق أن اشترى به). كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

2- صناديق الدخل :

تناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ,لذل عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة , أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق ,وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية .

3- صناديق الدخل والنمو:

تستهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئيا على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة , ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطر لاستثماراته مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة) وعادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه ,كهرباء ,هاتف) في مناطق تندسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني ,ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو .

4- صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا , فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم , أما وعائها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر ,هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة , كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإداري أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي .

5- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم , ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم , والمستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد

لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم دخل وأسهم النمو أي أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباحاً رأسمالية، وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشتري بها أوراق مالية، تدر عائداً دورياً مرتفعاً في حين تستخدم حصيلة أسهم النمو في شراء أسهم شركات عرف عنها لاحتجاز الأرباح، وعادة ما تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشر سنوات وعشرين سنة وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات النهاية المفتوحة.

وتستخدم حصيلة بيع الأسهم المصدرة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل وسمة النمو وخلال فترة بقاء الصندوق في مزاوله النشاط، يحصل حملة أسهم الدخل على العائد يتمثل في جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولدة عن التشكيلة دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولد مصدرة أسهم الدخل أو أسهم النمو وعادة ما ينص في قانون إنشاء الصندوق على ضمان حصول حملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنوياً وعند انقضاء الصندوق لانتهاؤ فترة مباشرة نشاطه، يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الاستيراد المحددة، وتمثل قيمة الاسترداد في قيمة الاستثمار الأصلي، مضافاً إليها أي دخل تحقق في سنة ماضية ولم يتم توزيعه على حملة تلك الأسهم، أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما يتبقى من قيمة بيع التشكيلة المكونة للصندوق.

و تلخص فلسفة تلك الصناديق في أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها فالفوائد و التوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل، و الأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل يحصل عليها حملة أسهم النمو.

و كما يبدو فإن إدارة هذا النوع من الصناديق يواجه نوعاً من تعارض الأهداف فالسياسة الاستثمارية التي تعظم الربح الإزادي (التوزيعات و الفوائد) المتولدة عن التشكيلة من خلال زيادة نسبة في أسهم الدخل، تترك أثراً عكسياً على هدف تحقيق الربح الرأسمالي، و العكس صحيح، حقا ثمة قيود على السياسات الاستثمارية التي تستهدف الحد من هذا التعارض، إلا أن تطبيق تلك السياسات يتوقف على الطريقة التي تنفذ بها، و في ظل عدم التأكد بشأن السياسات و كيفية تطبيقها، تعاني فئتا المستثمرين من عدم التأكد بشأن العائد المتولد، و بسبب عدم التأكد المشار إليه لم تحظ تلك الصناديق بقبول الكثير من المستثمرين، و هو ما مثل قيوداً على نموها.(1)

1-د-منير إبراهيم هندي ص 120 – 130 مرجع سابق

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

لا يوجد أي مجال استثماري يخلو تماما من المخاطر وقد توصلنا في بحثنا هذا الى نتيجة هامة مؤداها ان صناديق الاستثمار تحقق مزايا عديدة لكل من المدخرين المتعاملين معها وكذلك الجهات المنشئة لها من بنوك وشركات تامين وشركات المساهمة التي تنشأ خصيصا لتأسيس صناديق الاستثمار, وهو ما يعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد الوطني ككل , وانطلاقا من النتائج التي تم التوصل إليها أوصى البحث بعدد من التوصيات والتي تدور حول ضرورة تهيئة المناخ الملائم لعمل صناديق الاستثمار وازدهارها من خلال تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية, ومحو الأمية الاستثمارية المتعلقة بهذا الوعاء الادخاري المهم وتعريف الناس بأهميته ومزاياه ودور الإدارة المتخصصة في تقليص المخاطر الاستثمارية إلى أدنى درجة ممكنة.

1- مزايا صناديق الاستثمار:

1-1-التنوع:

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد إذا كانت تلك الأموال الكثيرة الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع حتى عند مستوى مدني من مدخرات فردية وتؤدي عملية التنوع المذكورة إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد والحماية لرأس المال, لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار والموقع الجغرافي.....الخ يحقق هذه النتيجة .

1-2-الإدارة المتخصصة:

يمكن للصندوق الاستثماري توظيف مهارات عالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظرا للحجم الكبير للصندوق, هذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن من الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات.

1-2-السيولة:

تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين, ولا ريب ان الاستثمارات المباشرة وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة هي اقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة وفي كثير من الأحيان اقل منها عائدا, ومن جهة أخرى فان السيولة بالنسبة للحجم الصغير

من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف حتى عند التوظيف في الأسهم وما شابه من الأوراق المالية ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء من رسوم التسجيل والأجور والسمسة ولذلك يمكن القول أن صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين لا يمكن لهم الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر.

3-1- الاقتراض (الرافعة):

ومن المميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة في مسالة افتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة، يمكن لصندوق الاستثمار للأسهم مثلا أن يقترض من البنوك بضمن تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهما أخرى، ولما كان سعر الفائدة على القرض هو اقل في اغلب الأحوال من العائد على الاستثمار في الأسهم استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين، فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان استثمار مبلغ 1500 دولار مثلا، وهذه من المميزات التي تحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري، ومعلوم أن مثل هذا الإجراء لا يجوز لكن يمكن تصميم بديل مقبولا من الناحية الشرعية.

2- مخاطر صناديق الاستثمار:

1-2- مخاطر السوق:

تعد الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد أو الظروف السياسية احد أهم المخاطر المنتظمة او كان من الصعب على المستثمر او مدير الاستثمار تجنبها او التحكم فيها لكن يمكن للحد من تأثيرها نظرا لاختلاف تأثير الأوراق المالية بالمخاطر المنتظمة على حسب نوعها ويمكن لمدير الاستثمار متابعة مختلف الدراسات الاقتصادية والتوقعات المستقبلية وبذل عناية الرجل الحريص ان يعمل على الحد من تقليل هذه المخاطر بدرجة ما عن طريق تنوع الاستثمار بين أدوات مختلفة وفي قطاعات مختلفة.

2-2- المخاطر غير المنتظمة:

هي مخاطر الاستثمار الناتجة عن حدث غير متوقع في إحدى القطاعات او في ورقة مالية بعينها وإذا كانت هذه المخاطر يصعب التنبؤ بها إلا انه يمكن الحد من أثار هذه المخاطر بتنوع مكونات المحفظة المالية للصندوق عن طريق تنوع الأسهم وأدوات العائد الثابت المستثمر فيها وعدم التركيز في قطاع واحد واختيار شركات غير مرتبطة وتنوع محفظة الاستثمارات.

3-2- مخاطر عدم التنوع والتركيز:

هي المخاطر التي تنتج عن التركيز في عدد محدود من الاستثمارات مما يؤدي الى عدم تحقيق استقرار في العائد وجدير بالذكر ان مدير الاستثمار يلتزم بتنوع الاستثمارات وتحديد حد أقصى للاستثمار في كل قطاع.

4-2 مخاطر التضخم:

وهي المخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لأصول المستثمر نتيجة تحقيق عائد يقل عن معدل التضخم ويتم التعامل مع هذه المخاطر للحد من تأثيرها عن طريق تدوير استثمارات الصناديق بين الأسهم والأدوات الاستثمارية ذات عائد متغير وأدوات دين ذات عائد ثابت للاستفادة من توجهات أسعار الفائدة لصالح الصندوق.

5-2- مخاطر السيولة:

هي مخاطر عدم تمكن مدير الصندوق من تسهيل بعض استثمارات الصندوق للوفاء بالتزاماته أو لسداد طلبات الاسترداد وتختلف إمكانية تسهيل الاستثمار باختلاف نوع الاستثمار او حدوث ظروف تؤثر على بعض استثمارات الصندوق , مما يؤدي الى انخفاض او انعدام التداول عليها لفترة زمنية وللتعامل مع هذا النوع من المخاطر يقوم مدير الاستثمار عادة باستثمار جزء من أمواله في أدوات عالية السيولة يسهل تحويلها الى نقدية عند الطلب فضلا عن الاستثمار في أسهم الشركات النشطة التي تتمتع بحجم تداول يومي مرتفع لتخفيض تلك المخاطر إلى حد أدنى وتجدر الإشارة إلى أن مخاطر السيولة قد تنتج عن عدم اتفاق أيام العمل المصرفي وسوق المال مما ينعكس على تقييم الوثيقة او قد تنتج عن ظروف قاهرة قد تؤدي إلى الوقف المؤقت للاسترداد.

6-2- مخاطر المعلومات:

تتمثل هذه المخاطر في عدم توافر المعلومات اللازمة من اجل اتخاذ القرار الاستثماري نظرا لعدم تمتع السوق المستثمر فيه بالإفصاح والشفافية والاستقرار , وحيث أن جميع استثمارات الصندوق تركز في السوق الذي يتميز بتوافر قدر جيد من الإفصاح والشفافية, كما أن مدير الاستثمار يتمتع بخبرة واسعة ودراية في السوق وأدوات الاستثمار المتاحة الى جانب انه يقوم بالاطلاع على احدث البحوث والمعلومات المحلية والعالمية وعن الحالة الاقتصادية, فهو أكثر قدرة على تقييم وتوقع أداء الاستثمارات, وكذلك تقييم شتى فرص الاستثمار بشكل يضمن تحقيق الربحية, وتفادي القرارات الخاطئة على قدر المستطاع.

7-2- مخاطر تقلبات أسعار الصرف: العملة:

هي المخاطر المرتبطة بطبيعة الاستثمار في الأوراق المالية بعملة أجنبية مختلفة.

8-2- مخاطر الارتباط:

وهي المخاطر التي تترتب على الاستثمار في قطاعات مرتبطة والتي تؤثر فيها نفس العوامل وللمحد من ذلك , الاعتماد على سياسة التنوع بهدف خفض مخاطر الارتباط.

9-2- مخاطر العمليات:

تنجم مخاطر العمليات عن الأخطاء أثناء تنفيذ أو تسوية أوامر الاكتتاب والبيع والشراء للأوراق المالية بالإضافة إلى التعاملات المصرفية مثل اتفاقي الشراء وذلك نتيجة عدم كفاءة شبكات الربط أو عدم نزاهة احد أطراف العملية أو عدم بذل عناية الرجل الحريص مما يترتب عليه تأخر سداد التزامات الصندوق أو استلام مستحقاته لدى الغير وتعد خبرة مدير الاستثمار وطبيعة تعاملات الصندوق مع البنوك خاضعة لرقابة البنوك المركزية كعوامل أساسية تهدف إلى الحد من مخاطر العمليات .

10-2- مخاطر التغيرات السياسية:

تنعكس حالة السياسة للدول المستثمر فيها على أداء الأسواق المالية بهذه الدول, والتي قد تؤدي إلى تأثير الأرباح والعوائد الاستثمارية وفي الغالب تكون أسواق الأسهم أكثر تأثراً بالتغيرات السياسية من أسواق أدوات العائد الثابت وتجدر الإشارة أن الصندوق تتأثر نتائجه في السوق التي يستثمر فيها ومدى التأثير المباشر بالأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في تلك الدول.

11-2- مخاطر تغير اللوائح والقوانين:

وهي المخاطر التي تنتج عن تغير بعض اللوائح والقوانين في الدول المستثمرة فيها مما قد يؤثر بالسلب أو بالإيجاب على بعض القطاعات المستثمرة فيها وبالتالي على أسعار تلك الأوراق المالية مما قد يؤدي إلى عدم الاستقرار في الأرباح المتوقعة وللمحد من ذلك على مدير الاستثمار التنوع الاستثماري في مختلف القطاعات والاطلاع على كافة التعديلات على قوانين المنظمة لتجنب السلبات.

11-2- مخاطر التوقيت:

تتمثل في توقيت شراء أو بيع الأوراق المالية، فالشراء عند وصول السوق إلى القمة أو عند بداية هبوط السوق ينطوي على قدر أكبر من المخاطرة مقارنة بالشراء في بداية صعود السوق والعكس صحيح في حالة البيع ونظرا لما يتمتع به مدير الاستثمار من خبرات وما يقوم به من دراسات فإنه يستطيع الحد من آثار مخاطر التوقيت قدر المستطاع.

12-2- مخاطر تغير سعر الفائدة:

وهي المخاطر التي تنتج عن انخفاض القيمة السوقية للأدوات ذات العائد الثابت نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة بعد تاريخ الشراء والاستثمار في أدوات ذات أجال مختلفة يؤدي إلى تخفيض تأثير تغير سعر الفائدة ومحاولة مدير الاستثمار التعرف على الاتجاهات المستقبلية لتحرك أسعار الفائدة والعمل على الاستفادة منها.

13-2- مخاطر الائتمان وعدم السداد:

وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة مصدر الورقة المالية على سداد القيمة الاستردادية عند الاستحقاق أو سداد قيمة التوزيعات النقدية في تاريخ استحقاقها، ويتم التعامل مع هذا النوع من المخاطر عن طريق الاختيار الجيد للشركات المصدرة لأدوات العائد الثابت وتوزيع الاستثمارات على القطاعات المختلفة وتحديد نسبة قصوى للاستثمار في شركة واحدة فضلا عن التأكد من الملائمة المالية للشركات المستثمرة بها، وان تكون مصنفها تصنيف ائتماني مقبول.

14-2- مخاطر استدعاء أو السداد المعجل:

وتتمثل مخاطر استدعاء جزء أو أدوات العائد الثابت وسدادها قبل موعد استحقاقها وذلك نتيجة لتغير سعر الفائدة أو لأسباب تتعلق بنشاط المصدر نفسه والجدير بالذكر أن هذه المخاطر تكون معروفة ومحددة بنشرات الاكتتاب عند شراء سندات تحمل تلك الخاصية.

15-2- مخاطر القوة القاهرة :

وهي تتمثل في حدوث اضطرابات سياسية في البلد أو غيرها من الظروف الاستثنائية بدرجة تؤدي إلى إيقاف التداول في سوق الأوراق المالية أو وقف عمليات الاسترداد.(1)

1-زهرة مرجاوى – فتحة حلايمية – دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية – رسالة ماستر -كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير تبسة- 2015-2019, ص76 .

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

تعد عمليات 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 .

وسوف 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.

ثمة أسلوبان أساسيان لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما:

الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة لشؤون الاستثمار , إضافة إلى ملائمة لبيوت السمسة من استخدام هذين المدخلين إلا أن عليه أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء سنعرض لها قيما بعد وقبل أن نلقي الضوء على تلك المداخل والجوانب , قد يكون من الملائم تناول التقارير المالية التي تنشرها شركات الاستثمار والتي تمثل الأساس الذي يقوم عليه التقييم .

التقارير المالية والبيانات المنشورة :

الى جانب البيانات التي تنشرها الصحف يوميا عن قيمة الأصل الصافية للسهم وعن الأرباح الايرادية والرأسمالية الموزعة , تتيح شركات الاستثمار لحملة أسهمها عددا من التقارير السنوية وربيع السنوية في مقدمة تلك التقارير الميزانية العمومية وقائمة الدخل , الى جانب بيانات مالية أخرى , ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الشركة , إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر الغير المحققة - أي التي تتمثل في ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الاستثمار - وتحليل لهدف الشركة وسجلها الاستثماري ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات , اذ عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية , ويوضح جدول 1-1 أمثلة لتلك البيانات - في مقدمة البيانات التي يتضمنها الجدول القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية, وهو ما يعني إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم العادي , وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول بعد استبعاد قيمة الأموال المفترضة وقيمة الأسهم الممتازة المصدرة (6050000 جنيه) على عدد الأسهم العادية (110000 سهم) . كما يشير الجدول

كذلك الى أرباح رأسمالية غير محققة (زيادة في القيمة السوقية للأصول) قدرها 964500 جنيه. ولو فرض أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 60% فان قرار المنشأة بعدم بيع تلك الأصول يعني تأجيل دفع ضرائب قدرها 196900 جنيه , هناك كذلك صافي الربح الاستثماري الذي يتمثل في قيمة التوزيعات والفوائد وغيرها من مصادر الدخل (277166 جنهما) مطروحا منها مصروفات التشغيل (26616 جنهما) التي تتمثل في أتعاب الإدارة , وتكلفة البحوث والضرائب الأخرى (غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم) ومن الملاحظ أن التوزيعات لكل سهم منخفضة, غير أن المستثمر يدرك أن تلك التوزيعات لا تمثل كل مستحقته فهناك نصيبه في الأرباح الرأسمالية المحققة, إضافة إلى نصيبه في الأرباح غير المحققة.

وكما يبدو فان هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم بمعلومات مفيدة. كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات لأخرى إضافة, بل وإذا ما توفرت بيانات مقارنة عن سنة أو سنوات سابقة لأمكن استخلاص الكثير من النتائج, وبعد هذه المقدمة عن البيانات المنشورة نعرض لقياس أداء صناديق الاستثمار.

قياس أداء صناديق الاستثمار:

يمكن التمييز في هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الاستثمار هما : الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج .

1. الأسلوب البسيط: تنشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يوميا قيمة الأصل الصافية للسهم, وكذا الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة , وذلك لكل صندوق على حده , وتعد هذه المعلومات كافية .

جدول 1 – 1: بعض البيانات المالية الإضافية لإحدى شركات الاستثمار عن سنة مالية ما .

الأصول (بالجنهات)	
6482000	-القيمة السوقية لمجموع الأصول
300000	-مبلغ مستحقة للغير
6182000	-الأصول الاستثماري
123000	-أسهم ممتازة مباعه بقيمتها الاسمية
605000	-أصول استثمارية مموله من حصيلة الأسهم العادية المصدره
55	-قيمة الأصل الصافية للسهم العادي
الأرباح الرأسمالية	
145200	أرباح رأسمالية محققة ناجمة عن بيع أصول
1.32	نصيب السهم العادي من الأرباح الرأسمالية المحققة
964500	أرباح رأسمالية غير محققة
صافي الربح:	
688166	التوزيعات و الفوائد و غيرها
26616	مصروفات التشغيل
261550	صافي ربح الاستثمار
1155	توزيعات الأسهم الممتازة
250000	صافي الدخل لحملة الأسهم العادية
6.67	صافي ربح الاستثمار لكل سهم عادي
التوزيعات لكل سهم عادي	
6.67	توزيعات من الأرباح الإيرادية
1.12	توزيعات من الأرباح الرأسمالية
110000	عدد الأسواق

القيمة الدفترية للسهم 40 جنهيا, ويحق لحاملي السهم توزيعات قدرها 3,5 جنهيه سنويا .

لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد . هو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق الذي توضحه المعادلة :

$$م = \frac{(ق-1)ق + ي + ر}{ق}$$

حيث ق-ق1 تمثل على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب عنها و (ق+1) تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسنا في القيمة السوقية التشكيلية , أما م تمثل معدل العائد على الاستثمار , وأخيرا تمثل ي , ر على التوالي الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة .

ولتوضيح كيفية حساب هذا المعدل دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم في بداية شهر ما كانت 30 جنهما , ارتفعت إلى 30,11 جنيه في نهايته , افترض كذلك أن تصيب السهم من الأيرادية والرأسمالية 15 قرشا , 16 قرشا على التوالي في ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد على الاستثمار في هذا الشهر 1,67 % .

$$\text{م} = \frac{16 + 1 + (30 - 30) \cdot 11}{30} = 1.67\%$$

ويمثل هذا المعدل مقياسا للحكم على أداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل , ولكنه لا يمثل معدل العائد الذي حققه المستثمر لماذا ؟ لأن المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفا أو رسوم شراء للسهم الذي يملكه , فلو أنه كان قد اشترى السهم في بداية الشهر ودفع حينذاك رسوما قدرها 75 قرشا عن السهم فان التكلفة الكلية لشراء السهم الواحد تصبح 30,75 جنهما وليس 30 جنهما , وهو ما يعني في النهاية معدل سالب للعائد على الاستثمار قدره 1,63% في ذلك الشهر :

$$\text{م} = \frac{16 + 1 + (30.75 - 30) \cdot 11}{30} = 1.63\%$$

ولكن لماذا يمثل العائد الأول (1,67%) المقياس لكفاءة أداء إدارة الصندوق ؟ لأن تكلفة الشراء التي دفعها المستثمر لشراء السهم لم تحصل عليها إدارة الصندوق أي لم تستخدم في الاستثمار بل حصل عليها أولئك الذين يقع على كاهلهم مسؤولية تسويق الأسهم المصدرة .

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة .

2-1 أسلوب المزدوج :

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان , فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قدم عليها الاستثمار فيه , مقارنة بالصندوق الثاني و لتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار وهي بدائل تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر , وهذا هو السبب الذي من أجله أطلقنا هذه الأساليب بالأساليب المزدوجة ومن أبرزها مقياس شارب ومقياس تزينور .

2-1-مقياس شارب :

قدم وليم شارب مؤشرا sharps Indx لقياس أداء محفظة الأوراق المالية – والذي ينطبق بالطبع على صناديق الاستثمار – يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (المخاطر) الذي توضحه المعادلة :

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط}-\text{ل}}{\text{S}}$$

حيث ط تمثل معدل العائد على الاستثمار , ل تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر , أما S فتمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار الذي هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد) الذي ينطوي عليه الاستثمار ويتضمن متوسط معدل العائد على الاستثمار في هذا الصدد التغيير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الاستثمار (قيمة ق1 – ق في معدل) إضافة التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة, أي بعد خصم المصاريف الإدارية وأتعاب الإدارة أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما أن الشركة لا تحصل عليها ولا تسجل بالتالي في دفاتها.

وبالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر فيقصد به العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة وعادة ما ينطبق ذلك التوصيف على معدل العائد المرتفع على اذونات الخزنة, غير أن على القارئ أن يدرك أن ذلك لا ينطبق على العائد الذي حققته اذونات الخزنة المصرية في أوائل التسعينات, فهذا العائد المرتفع يرتبط أساسا بخطة الإصلاح الاقتصادي دون ان تكون له علاقة بالمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في تلك الاذونات.

نقطة أخرى تجدر الإشارة إليها هي أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر , يمثل في حقيقة الامر العائد في مقابل عنصر الزمن بما فيه مخاطر التضخم , وبناءا عليه فان بسط المعادلة يمثل متوسط معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في مقابل المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار او ما يطلق عليه بعلاوة المخاطر وذلك طالما خصمنا من العائد على الاستثمار (ط) العائد مقابل عنصر الزمن (ل) , وإذا ما أخذنا في الاعتبار ان المخاطر التي تتضمنها المعادلة هي المخاطر الكلية أي المخاطر المنتظمة او الغير منتظمة فان ناتج المعادلة المذكورة يمثل العائد في مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق.

2-2- مقياس ترينور:

يقوم مقياس ترينور على فكرة ان المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع الساذج أو البسيط أن يتخلص كليا من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة ويقصد بالتنوع الساذج تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالي عشر أوراق مالية مختارة عشوائيا ويقضي المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير الى هذا الحد , فانه يمكن الادعاء بأن الإدارة المحترفة التي تتولى صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق . بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة , بعبارة أخرى أن مقياس مخاطر صناديق الاستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل "بيتا Coefficient beta" وليس في الانحراف المعياري وتوضح المعادلة الآتية كيفية قياس أداء صناديق الاستثمار في ضوء تلك الفكرة

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط-ل}}{\text{تا}}$$

حيث تمثل " تا " معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الاستثمار .

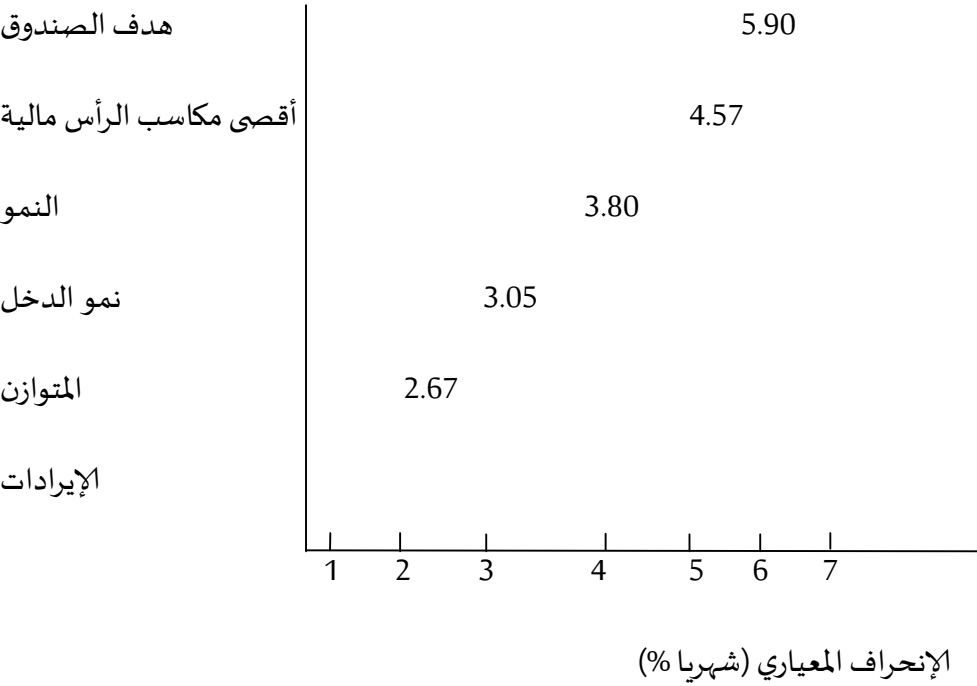
وكما يبدو فان الاختلاف بين المعادلة الأولى والمعادلة الثانية يكمن في الكيفية التي تقاس بها المخاطر , ففي معادلة الأولى تقاس المخاطر بالانحراف المعياري , وهو ما يعني ضمنيا افتراض عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة , أما في المعادلة الثانية فان المخاطر تقاس بمعامل بيتا , وهو ما يعني ضمنيا القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة , هذا ويمكن قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس ترينور , بذات الطريقة التي تم بها قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس شارب , وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما كان ذلك مؤشرا على أفضل تشكيلة التي يتكون منها الصندوق .

3- جوانب أخرى في قياس الأداء :

الى جانب معدل العائد على الاستثمار ومؤشر الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقا لمعيار العائد والمخاطر , ثمة جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها , ونقصد بها مدى امكانية والمحافظة على مستوى المخاطر المحددة في هدف انشاء الصندوق والتأكد من ملائمة مستوى التنوع , والتأكد من تحقيق عائد ملائم اضافة الى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه .

1- المحافظة على مستوى المخاطر : من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الادارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق , وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحددة في هدف انشائه وفي هذا الصدد نقدم ملخصا لنتائج احدى الدراسات التي اجريت

على 130 صندوق استثمار , تتباين فيما بينها من حيث مستوى المخاطر المحددة في قرار تأسيس الصندوق وهو ما يوضحه الشكل - 1 - .



وكما هو واضح يمثل المحور الراسي تصنيفا للصندوق وفقا للهدف المحدد من حيث المخاطر, فالصناديق التي تستهدف تعظيم الارباح الراسمالية تاتي في القمة , ثم تندرج الصناديق تنازليا من حيث حجم المخاطر لتنتهي بالصناديق التي تستهدف تحقيق دخول جارية، و هي اقل المخاطر، اما المحور الافقي فيمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار الذي يوضحه ببسط المعادلة الاولى و المحسوب على اساس شهري لفترة زمنية قوامها عشرة سنوات، و كما يبدو فإن هناك ارتباط واضح بين مستوى المخاطر المحددة في هدف الصندوق و بين المخاطر الفعلية فكلما ارتفعت(انخفضت) المخاطر الفعلية و مع هذا فإن تداخل المربعات يعني ان بعض الصناديق التي اشتملت اهداها على مخاطر منخفضة نسبيا كانت مخاطر فعلية لصناديق اخرى اشتملت اهدافها على مخاطر اكبر. -

2-قياس مستوى التنوع:

من بين الاسباب المشجعة لشراء اسهم شركات الاستثمار ذات المستوى العالي من التنوع الذي تتسم به تشكيلات الاوراق المالية التي تتضمنها الصناديق التي تكونها، فاسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الاكبر من الاستثمارات لبعض الافراد الامر الذي يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الاطمئنان على ان تشكيلة

الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنوع، و في إحدى الدراسات التي قامت بها مؤسسة ميرل لينچ، ثم إيجاد معدل العائد على الاستثمار الربح السنوي لمدة 05 سنوات و ذلك لمائة صندوق استثمار باستخدام المعادلة الأولى التي سبقت الإشارة إليها في هذا القسم كذلك تم إيجاد ذات المعدل لمؤشر ستاندرد اند بور، لذات الفترة الزمنية بوصفه مؤشراً يعكس محفظة السوق التي هي على درجة عالية من التنوع بعد ذلك تم إيجاد الانحراف المعياري لعائد تلك الصناديق، و كذا الانحراف المعياري لعائد مؤشر ستاندرد اند بور، و بإيجاد قيمة معامل التحديد اتضح أنها تساوي 90%، بما يعني أن 90% من التباين في عائد تلك الصناديق يعزى التباين في عائد السوق الذي يعكسه مؤشر ستاندرد اند بور، وهو ما يعني ضمناً أن تلك الصناديق على درجة عالية من التنوع، و بالطبع يمكن أن تقتصر الدراسات على البيانات المتاحة عن صندوق الاستثمار الذي يهم المستثمر ليقارنه بالبيانات المتاحة لأحد المؤشرات.

3- قياس متوسط معدل العائد:

قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق و يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد من الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة، و في الولايات المتحدة الأمريكية تنشر مجلة بارون اسبوعياً متوسط العائد لعدد من المؤشرات تعدها مؤسسة ليبر لخدمات تحليل، كما تنشر متوسط العائد لمؤشر دوجونز، و مؤشر ستاندر اند بور 500.

وفي حالة صناديق الاستثمار التي تتكون غالبيتها من أسهم عادية يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر اند بور 500، إضافة إلى استثمار خالٍ من المخاطر أي أوراق مالية حكومية لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة، وبالطبع تتوقف التوليفة على مستوى مخاطر استثمارات الصندوق، فلو أن معامل بيتا لعائد استثمارات الصندوق يساوي 0.7 فإن المحفظة الاسترشادية المقترضة التي ستستخدم في المقارنة لا بد وأن تكون من الاستثمارات في تشكيلة من الأسهم مماثلة لتلك التي يتكون منها مؤشر السوق قوامها 70% من قيمة إجمالي استثمارات المحافظة، واستثمارات في الأوراق المالية خالية من المخاطر قوامها 30%.

4- قياس التكاليف:

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة أما النوع الثاني فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب

قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم اضافة الى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة - بيعا او شراء - على القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: دور البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار

تعتبر البنوك اليوم من المؤسسات المالية العامة في مجال تاسيس صناديق الاستثمار بل ان نمو وتطور وازدياد عدد صناديق الاستثمار اليوم يرجع سببها الى البنوك .

حيث اهتمت البنوك في الخارج وخاصة الامريكية والاروبية بصناديق الاستثمار نظرا للايرادات المتحققة من عوائد الخدمات , وترى معظم البنوك الامريكية ان صناديق الاستثمار تمثل اليوم واحدا من اهم مصادر الخدمات المصرفية التي تشهد نموا سريعا.

وتسعى البنوك اليوم بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار حتى تتمكن من تحقيق اكبر استفادة ممكنة من شريحة عملائها الذين يمثلون في ذات الوقت اكبر شريحة من مستثمري صناديق الاستثمار وبالتالي حتى لا يضيع عملاء البنك ويتوجهوا الى الصندوق ويقوم البنك نفسه بتاسيس صناديق الاستثمار ونتيجة للثقة التي يولمها العملاء في البنك فانهم يستثمرون في الصندوق الذي يؤسسه , ومما لا شك فيه ان قيام البنوك بهذا الدور يؤدي الى تحقيق البنك لموقع متميز في السوق ولكن هذا لا ياتي بشكل عشوائي بل ان العملية تحتاج الى رؤية وتخطيط يستلزم ان يضع فيها البنك القواعد التالية محل الاعتبار.

- دراسة السوق ومعرفة حجم الفجوة بين العملاء الذين يحصلون على الخدمة والذين 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 وهي تقديم خدمات صناديق الاستثمار:

على الرغم من الدور الذي تلعبه البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار الا أنها تواجه بعض المخاطر وفي بعض الاحيان لا تنفصل نوعية المخاطر لحالة التداخل بين البنوك المؤسسة وصناديق الاستثمار وصناديقها التي تديرها ونذكر من هذه المخاطر :

- في حالة ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض قيمة الأصول في السوق , هذا يولد مجموعة من المخاطر ضمن هيكل كل صندوق خاصة و أن البنوك ليست لها الخبرة اللازمة (1).

(1)مرجع سابق - د منير إبراهيم هندي - ص 166 - ص 181

- قيام البنك بتسعير موجودات الصندوق بغير سعرها الحقيقي حيث أنه تواجه البنوك في بعض الدول مثل أمريكا اجراءات انضباطية وعقوبات على البنوك التي تسيء بتسعير موجودات الصندوق التي يمتلكها حيث أنه في هذه الحالات لا يراعي البنك الانخفاض الذي يحدث في قيم الموجودات داخل صندوق الاستثمار الذي يمتلكه , بالاضافة الى عدم اتخاذ الاجراءات المحاسبية لتصحيح الخلل .
- قد يقع كذلك البنك في بعض المشاكل مع العملاء مثل عملية التأمين , وقد يؤدي هذا الأمر في بعض الأحيان الى دخول البنك في نزاع مع هؤلاء العملاء .

وينشأ هذا الخلل في عملية الادخار والاياداع البنكي وتكون أموال العملاء في جل الأحوال مؤمن عليها الا أنه في حالة صناديق الاستثمار فان هذا الأمر يعد نادرا .

ومنه يستوجب على البنوك قبل الدخول في سوق صناديق الاستثمار الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المحتملة ,وعليه يستوجب على البنك وضع خطة حمائية ضد هذه المخاطر ونذكر منها :

- قيام البنك بالاشراف على عمل صناديق الاستثمار من خلال هيئة متخصصة داخلة خاصة فيما يتعلق بعمليات بيع وشراء وحدات صناديق الاستثمار .
- يجب على البنك قبل الدخول في سوق صناديق الاستثمار أن تكون له الاحاطة الكاملة بالأنظمة والقوانين والتشريعات ذات الصلة بعمليات صناديق الاستثمار .
- الاحاطة والرقابة على كافة أعمال الأطراف والعناصر المتداخلة في تسيير و ادارة صناديق الاستثمار .
- القيام بعمليات التدريب الفني والتقني بالنسبة للموظفين العاملين في مجال صناديق الاستثمار بالاضافة الى التكوين والمتابعة .
- مواكبة ومسايرة عملية التطور التكنولوجي من حيث التعامل مع الزبائن والحرص على عملية التواصل مع العملاء من خلال اجراء اللقاءات وتقديم المعلومات اللازمة والافصاح عليها .

المطلب الثالث: مؤشرات البورصة وأهميتها بالنسبة لصناديق الاستثمار

تطورت عملية ادارة محافظ الأوراق المالية مع تعاظم الفرص المالية والاستشارية في الأسواق , و مع نجاح نظام الإدارة الجماعية المتمثلة في صناديق الاستثمار, أصبحت تلك العملية نشاطا اقتصاديا أساسيا مطلوباً لكافة المستثمرين, حكراً على بعض الرأسماليين المتميزين, و بعد أن أخذت صناديق الاستثمار مكانها البارز في عمليات إدارة محافظ الأوراق المالية, تأخذ هذه الأخيرة اتجاهاً أكثر أهمية مع افتتاح أسواق مؤشرات البورصة التي تسمح بتبسيط عمليات الإدارة, تعميق الاستراتيجيات المالية, و تنوع الاستثمارات في محافظ الأوراق المالية.

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في اطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي أعلن عته عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لانشاء هذه البورصة فكان ابتداءا من سنة 1990 , وقد شهدت عدة ثورات تنظيمية منذ ذلك الوقت لدراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر لابد أن نعتمد في ذلك على المؤشرات التالية :

مؤشرات أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010 – 2016 :

سنتطرق فيما يلي الى تحليل أداء بورصة الجزائر من خلال تحليل مؤشرات سوق الأسهم أولا , ثم تحليل مؤشرات سوق السندات

1- تحليل أداء سوق الأسهم :

لتحليل أداء سوق الأسهم ينبغي الاستعانة ببعض المؤشرات التي تعتبر ضرورة لاعطاء الوضعية الحقيقية للسوق , تتمثل في رسملة البورصة حجم أوامر الشراء والبيع , حجم وقيمة الأسهم المتداولة ويمكن ابراز ذلك من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (02) : أداء سوق الاسهم خلال الفترة 2010 2016 .

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رسملة البورصة (مليار د ج)	7.9	10.9	10.04	13.82	14.79	15.43	45
حجم أوامر الشراء (ألف مرة)	599.390	485.478	117.052	399.091	305	719	1.463
جم أوامر البيع (ألف مرة)	45	634	2.386	2.029	1.815	2.670	1.592
حجم التداول (ألف سهام)	27	231	49	120	90	2.213	759
قيمة التداول (مليون د ج)	11	185	36	49	81	1.251	772

المصدر : من اعداد الطالبتين بناءا على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة و بورصة الجزائر

نلاحظ أن بورصة الجزائر تشهد ارتفاعا في الرسملة حيث بلغت 7.9 مليار دج في سنة 2010 , ليرتفع الى 15.43 مليار دج في نهاية سنة 2015 , أما في سنة 2015 عرفت الرسملة البورصة تطورا سريعا لتصل الى 45 مليار دج ويعود السبب في ذلك الى دخول شركة بيوفارم للبورصة .

بالنظر الى حجم أوامر الشراء أو البيع المحققة على الأسهم يتضح أن سوق الاسهم هو سوق بائع أكثر منه شاري , حيث نجد ارتفاعا كبيرا في اوامر البيع من 45000 امر سنة 2010 الى 2.029 الف امر سنة 2013، لتعاود الانخفاض نوعا ما سنة 2012 مسجلة 1.592 الف امر بيع، في حين شهدت اوامر الشراء المقدمة انخفاضا خلال فترة الدراسة (2010-2016) من 390.599 الف امر سنة 2010 الى 399.091 الف امر سنة 2013، رغم دخول اسهم شركة ان سي ا الروبية، ووصلت سنة 2016 إلى 1.463 الف امر شراء فقط رغم تعزيز البورصة بنوع جديد من اسهم الشركة بيوفارم، و التي لم تلقى الطلب الموافق لها.

اما من حيث التداول على الاسهم نلاحظ ارتفاع حجم التداول من 27 الف سهم سنة 2010 إلى 759 الف سهم خلال سنة 2016، اما في ما يتعلق بقيمة التداول فهي ايضا عرفت ارتفاعا نوعا ما من 11 مليون دج في سنة 2010 إلى 772 مليون دج سنة 2016، مسجلة ارتفاعا شديدا سنة 2015 اين بلغت 1251 مليون دج موازاة مع ارتفاع حجم التداول، و يمكن ارجاع السبب الى ارتفاع القيمة السوقية لاغلب الاسهم المتداولة.

2- تحليل اداء سوق السندات :

يمكن تحليل اداء سوق السندات من خلال المؤشرات الموضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 03: أداء سوق السندات خلال الفترة 2010-2016.

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدم التداول (الف سند)	90.309	20.975	118.356	6.908	11.839	758	0
قيمة التداول (مليون دج)	658	136	637	51	107	7	0

المصدر: من اعداد الطالبين و بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و بورصة الجزائر.

نلاحظ ان سوق السندات شهد تذبذبا خلال الفترة 2010-2016، ففي سنة 2010 تم تداول 90.309 الف سند بقيمة 658 مليون د ج، لتنخفض المؤشرات سنة 2011، اين وصل حجم التداول إلى 20.957 الف سند بقيمة 136 مليون د ج، ويرجع السبب في ذلك إلى بلوغ اجل الاستحقاق قرضين سنيين يتعلق الامر بالخطوط الجوية الجزائرية و شركات الاتصال، اما في سنة 2012 استعاد السوق نشاطه نظرا لزيادة الطلب على القروض السندية لشركة سونالغاز.

بعدها انخفض اداء السوق، ففي سنة 2013 بلغ حجم التداول 6.908 الف سند بقيمة مليون د ج، اما في سنة 2015 تم تداول 758 الف سند فقط بقيمة 7 مليون د ج، و يمكن ارجاع ذلك لإستحقاق القروض السندية لمعظم الشركات و بقاء شركة دحلي فقط في البورصة لغاية 2016، اين تم استحقاق سنداتهما، و هذا ما يبرر صفرية حجم التداول في تلك السنة، بالنظر إلى المؤشرات السابقة نجد ان بورصة الجزائر تعاني من ضعف ادائها واءا على مستوى سوق الاسهم او على مستوى سوق السندات، و هذا ما يتطلب التفعيل الجيد لها حتى تؤدي الدور المنوط منها في الاقتصاد.

3- أهمية استخدام مؤشرات البورصة:

تعتبر مؤشرات البورصة دلائل موضوعية للاسترشاد في مجال الاستثمار المالي، و يعد المؤشر مرشدا لمدير الاستثمار لادارة محفظة الأوراق المالية، حيث تعد المعلومات الاساس القاعدي لإتخاذ قرارات الاستثمار، مما يساعد مدراء صناديق الاستثمار على قياس التوقعات الخاصة بكل نوع من الاوراق المالية و اتخاذ القرارات المناسبة.

- يمكن استخدام مؤشرات البورصة من معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عملية المقارنة.

- يساعد استخدام المؤشرات على تقييم اء الاوراق المالية، و من هنا يجب ان يكون المؤشر واقعيًا، و يعبر عن واقع التغيرات الفورية.

- مساعدة المستثمرين في تغطية مخاطر استثماراتهم، فالمؤشر الواقعي المبسط يساعد المستثمرين على تغطية استثماراتهم.

فالمؤشر في تلك الاسواق يلخص المعلومات التي يرغب في معرفتها المتعاملون سواء المستثمرون او الخبراء.

خلاصة الفصل الأول:

تعد صناديق الإستثمار احدى الادوات المالية الاضافية التي تلعب دورا حيويا و فعالا في تجميع المدخرات و استثمارها بالنيابة في سلة من الاوراق المالية المختلفة من خلال ادارة فنية متخصصة ، فوجود صناديق الإستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة صغار المدخرين، حيث تتيح صناديق الإستثمار افرصة امام صغار المدخرين للدخول إلى اسواق المال و إدارة اموالهم عن طريق خبراء الصناديق، فصناديق الادخار تكسب ثقة المدخرين من خلال ادارة العملية و الاستفادة من امكانيات التنوع الواسعة في مكونات المحفظة المالية، كما انها تتميز عن غيرها من الأدوات المالية في سوق الاوراق المالية لتقليل المخاطر من خلال التنوع التي لا يمكن الاستهانة بها.

الفصل الثاني

صناديق الإستثمار الإسلامية

تمهيد:

ظهرت فكرة صناديق الاستثمار في العالم الإسلامي في العام الأول الهجري من خلال صناديق المضاربة الإسلامية، وهو أول ظهور لصندوق الاستثمار على مستوى العالم.

تعد ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة العهد، اذ بدأت منذ سنوات قليلة في منطقة الخليج العربي القائد النصيب الأكبر من إجمالي عدد الصناديق الإسلامية، و أهم ما يميزها عن الصناديق التقليدية هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي تتفق مع قواعد الاستثمار الإسلامي، كذلك لا تعد صناديق الاستثمار الإسلامية مجرد وسيط مالي كما هو الحال في الصناديق التقليدية، بل تعتمد الصناديق الإسلامية على المنهج الإسلامي الذي يمزج بين راس المال و العمال ، فهي تمثل عقد شركة مضاربة شرعية بين ادارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط و بين المكتتبين الذين يمثلون ارباب المال و الذين يحصلون على وحدات استثمار تمثل حصة شائعة في راس مال الصندوق، و تقوم الإدارة باستثمار الأموال في مشروعات مختلفة و متنوعة بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات، و تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها تلك التي يلتزم مديرها بالضوابط الشرعية في ما يتعلق بالاصول و الخصوم و العمليات فيها و خاصة في ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، و تظهر هذه الضوابط في نشرة الاصدار التي تمثل ايجاب المستثمر على شروط الصندوق، و الذي بناءا عليه يشترك المستثمر في الصندوق و يوافق على الاحكام و الشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب

المطلب الاول:تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

ان صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشؤها شركات الاستثمار، و المصارف الجارية التقليدية، و شركات التامين، بل ان الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين راس المال و العمل، حيث تقوم المؤسسة المالية (مصرف اسلامي ، او شركة تامين اسلامية) التي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق باعداد دراسة اقتصادية لنشاط محدد، و تبين جدوى الاستثمار فيه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، فالعقد الذي يربط بين ادارة الصندوق و المكتتبين فيه هو عقد المضاربة الشرعية و بذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها:

عقد شركة مضاربة بين ادارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط و بين المكتتبين فيه يمثل فيه المکتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى ادارة الصندوق التي تمثل دور المضارب فتولتي تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل راس المال المضاربة و تدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة

حصّة شائعة في راس المال التي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة أو متنوعة أو بطريقة غير مباشرة كبيع و شراء أصول و مالية و أوراق مالية كاسهم الشركات الإسلامية ، و توزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، و ان حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم (رب المال) ما لم تفرط ادارة الصندوق(المضارب)، فإن فرطت يقع العزم عليها..

الودائع الاستثمارية في المصارف الإسلامية تنقسم إلى قسمين:

ودائع استثمارية مطلقة: هي التي يقوم المودع فيها بتفويض المصرف استثمارها في أي مشروع من المشاريع الاستثمارية على أساس المضاربة الشرعية، و يشارك المودعون (المستثمرون) في نتائج جميع الاستثمارات المتعددة التي يقوم بها المصرف، فيحصلون على معدل أرباح يساوي متوسط ما يحصل عليه المصرف من جميع أعماله .

ودائع استثمارية المقيدة أو المخصصة: فهي التي يخصص صاحبها نوع الاستثماري الذي يود أن تستثمر فيه الأموال التي أودعها كأن يختار مشروعاً معيناً من المشاريع التي يقوم بها المصرف، سواء بطريقة مباشرة أو بطريقة تمويل مشروعات الغير، وبذلك فإن العميل يستحق نصيبه من أرباح ذلك المشروع الذي اختاره فقط بالنسبة المتفق عليها بينه وبين المصرف، ومن هنا يتضح أن العلاقة القائمة بين المصرف الإسلامي والمستثمرين في الودائع الاستثمارية بنوعها المطلقة والمقيدة تستند على عقد المضاربة الشرعية، وكذلك في الصناديق الاستثمارية، فإن العلاقة التعاقدية بين ادارة الصندوق والمستثمرين قائمة على عقد المضاربة الشرعية، ولكن في الودائع الاستثمارية المطلقة يستخدم المصرف الإسلامي الودائع في الأنشطة والمجالات التي يراها دون تخصيص، وفي الودائع الاستثمارية المقيدة يستخدم المصرف الودائع في مشروع محدد أو عملية استثمارية معينة يختارها العميل بنفسه، وبذلك يتحمل العميل وحده مخاطر استثماره ونتائجه ربحاً وخسارة، كما يرتبط استرداد المبلغ الذي أودعه باسترداد المبالغ المستثمرة في المشروع الذي حدده، ويكون للمصرف حصّة من الأرباح المتحققة حسب الاتفاق، أما الصناديق الاستثمارية فهي تجمع بين خصائص الودائع الاستثمارية المطلقة والودائع الاستثمارية المقيدة، لأن إدارة الصندوق تتقيد بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ولاسيما بالشروط الخاصة في مجال الاستثمار ونوعه ومدته كما أن إدارة هذه الصناديق لا تستثمر أموالها في مشروع أو عملية أو صفقة محددة كما هو الحال في الودائع الاستثمارية المقيدة، بل أنها تقوم باستثمارها في أوجه التوظيف المختلفة

(1) أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، أستاذ مشارك و رئيس قسم الاقتصاد الإسلامي، صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد

الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 1999، ص 21

ضمن النشاط العام المحدد والمتفق عليه، ويظهر من المقارنة السابقة أن صناديق الإستثمار الإسلامية تمتاز عن الودائع الإستثمارية المقيدة في توفر فرص اختيار أوسع للمستثمر بما يقلل مخاطر الإستثمار لأنها تستثمر أموالها في عملية منفردة ومحددة بل يمكنها اختيار مجال أو قطاع استثماري أو عدد من القطاعات سواء في بلد محدد أو مجموعة من البلدان. كما أن هذه الصناديق تختلف نشاطاتها من صندوق لآخر، فقد تخصص في التنمية العقارية ويتخصص بعضها في المتاجرة بالسلع أو بالعملات أو في التأجير أو في الأسهم وهكذا يستفيد المستثمر في الصناديق من نفس مزايا الودائع الإستثمارية المطابقة. مع تمكنه في نفس الوقت من اختيار المجالات والأنشطة التنموية التي يفضلها بدلا من المساهمة في مجمل نشاطات و أعمال المصرف (1).

المطلب الثاني: نشأة صناديق الإستثمار الإسلامية.

و هذا المطلب ينقسم إلى ثلاثة فروع، حيث سنتناول في الفرع الأول نشأة صناديق الإستثمار بصفة عامة، و في الفرع الثاني سيكون الحديث عن نشأة الإستثمار الإسلامية.

نشأة صناديق الإستثمار:

اتفق أغلب الباحثين على أن صناديق الإستثمار بدأت منذ عهد بعيد في أوروبا، و منها انتقلت إلى أمريكا ثم إلى بقية دول العالم، (... و قد نشأت أول ما نشأت في هولندا مطلع القرن التاسع عشر و كان الملك ويليم ملك هولندا هو أول من نسبت إليه فكرة صناديق الإستثمار 1822م، و منها انتقلت إلى بريطانيا عام 1870م، ثم ساعدت الهجرة إلى أمريكا الشمالية على انتقال الفكرة إليها و بدايتها فيها بعد الحرب العالمية الأولى في 21 مارس 1924م حيث تم انشاء أول صندوق استثماري في "بوسطن" و تم تنظيم التعامل في وحدات هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية، و كان الهدف من هذا التنظيم هو مد المستثمرين ببيانات تفصيلية عن الأوضاع المالية و السياسات الإستثمارية لهذه الصنادي، ثم في فرنسا عام 1945م، ثم ألمانيا عام 1950م، و أما بالنسبة لمصر فقد استحدثت صناديق الإستثمار من خلال القانون رقم 95 لسنة 1992م، (...).

لقد نشأت الصناديق الإستثمارية في العالم العربي قبل 1992م، حيث كان أول صندوق نشأ في المملكة العربية السعودية عام 1989م كما سنعرض ذلك لاحقا.

نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية:

نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية داخل المصارف التقليدية في البلاد الإسلامية نتيجة للطلب المتزايد عليها من الشعوب الإسلامية حيث إن كثيراً من المسلمين قد أحجموا عن الدخول في الصناديق الاستثمارية التقليدية حذراً من الوقوع في المحظورات الشرعية.

حرصت المصارف التقليدية على هذه الصناديق الإسلامية لأنها تمثل نوافذ استثمارية بالنسبة لها ووضعت لها الهيئات الشرعية التي توضح لها المحظورات الشرعية التي يجب على إدارة الصندوق و عدم الوقوع فيها و قد تم تأسيسها بناءً على الرأي الذي يرى جواز المضاربة بيعة و شراءً في أسهم الشركات ذات النشاط المباح إلا أنها ربما اقترضت أو أقرضت بالربا، (...) و المقصود بالصندوق الاستثماري الإسلامي هو ذلك الصندوق الذي يلتزم به مديره بضوابط شرعية تتعلق بالأصول و الخصوم و العمليات فيه...

و لا بد من الإفصاح في الشروط و الأحكام الخاصة بالصندوق التي يوقع عليها الطرفان عند الإكتتاب، بأنه صندوق إسلامي يلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية و له هيئة فتوى شرعية.

و هناك من يسمي الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالصناديق المقبولة إجتماعياً فيقول عنها: (...نشأت نتيجة ميول بعض المستثمرين لتجنب الاستثمار في الشركات التي تعمل في مجالات قد لا تحترم قيم المستثمر و معتقداته، و هناك صناديق موجهة للمسلمين من أكبرها و أشهرها صندوق "أمانا" حالياً في الولايات المتحدة الأمريكية، كما ظهر مؤشر "داو جونز" الإسلامي ليتماشى مع هذه الميول و هي في الغالب تتبع فتاوى شبيهة بفتوى الرقابة الشرعية في شركة "الراجحي" المصرفية...).

و إضافة إلى مؤشر "داو جونز" الإسلامي أعلنت اليابان في ديسمبر 2007م أنها ستقوم بإنشاء مؤشر إسلامي لأسهمها تستبعد فيه أسهم الشركات التي تباع التبغ و المخدرات و لحم الخنزير و التي تتعامل بالربا في أصل نشاطها.(1)

(1)-دعبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة -صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الأحكام النظامية -مرجع سابق ص 28-32.

المطلب الثالث : أنواع الصناديق الإسلامية .

ان ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة العهد اذا ما قورنت بصناديق الاستثمار التقليدية , فقد بدأ التفكير في انشاء العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية مع انشاء المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ومما يساعد على انشاء هذه الصناديق , استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في اوراق مالية لشركات قائمة .

وتنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية الى عدة انواع شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشأها المؤسسات المالية التقليدية وذلك حسب الغرض من الصندوق وحسب حجم رأس المال .

وسوف نعرض أدناه لأهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية :

1- صناديق الأسهم الإسلامية :

صناديق الأسهم هي التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة , حيث يتم تحصيل الارباح أصلا من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة الاسعار , كما تحصل على الربح أيضا من عوائد المستثمر فيها وصناديق الأسهم قديمة تعود الى العشرينات من هذا القرن , الا أن صناديق الأسهم الإسلامية فانها تعود لأكثر من عدة سنوات وصناديق الاسهم العادية هي صناديق يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشراكات المستثمرين الى شراء سلة من اسهم الشركات ويختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد فالصندوق الذي يحقق تفضيلات مستثمرين يرغبون في تقليل المخاطرة , ربما استثمر في اسهم في شركات ذات رساميل كبيرة , قد بلغت حد النضج في قطاعات اقتصادية أساسية , ومن ثم يقلل المخاطرة على المستثمرين في الصندوق في الأجل الطويل , وان كان العائد على استثمارهم سيكون أقل مقارنة بصناديق تركيز على الشركات الصغيرة الناشئة , التي هي في طور النمو والتي سيترب عن نجاحها زيادات كبيرة في أسعار اسهمها , ومن ثم ارباح عالية للمستثمرين في الصندوق , الا أنها مرتفعة المخاطر الأصل الذي قد يعرض مساهمتهم الى الخسارة الكلية .

ومن المسلم به , أنه اذا كان مجال عمل الشركة غير جائز شرعا فهو غير جائز أيضا في معاملات الصناديق الإسلامية لان ذلك يعني ادخال صاحب المال في عمل غير جائز شرعا .

و يتفق معظم علماء الشريعة المعاصرون على أنه إذا كانت كل معاملات لشركة تتوافق مع أحكام الشريعة و كانت الشركة لا تقارض أموالا بالفائدة او تضع اموالها في حساب يجني فوائد ربوية فإنه لا بأس من شراء أسهمها و الاحتفاظ بها دون أي مساس أو إخلاء بالشريعة.

و لقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالاسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الدخل و يمكن القوا ان الشركات المساهمة نوعان، تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية او الشركات التي تعمل في بيع الخمر..... الخ فهذه لايجوز المساهمة بها البتة و هذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية و فتاوى افراد العلماء الا ان السواد الاعظم من الشركات هو الذي يكون اصل نشاطه مباحا ، الا انه يمارس في مجمل عمله بعض النشاطات او الاعمال التي لا تحوز، مثل ان يقترض بالفائدة او الاموال لدى البنوك الربوية، اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات فمن قائل لايجوز الاستثمار فيها اذ لا يختلف حكمها في نظرهم من الاولى و من قائل لا بأس من الاستثمار فيها و تقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ربح.

لقد اسست صناديق الاسهم الإسلامية على الراي الثاني، ان يقوم عمل الصندوق عندئذ على مبدئين اساسيين.

الأول: هو اختيار الشركات التي يكون اساس نشاطها مباحا فلا يستثمر في البنوك او الشركات المنتجة للمواد المحرمة.

الثاني: ان يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون اسهمها في الصندوق من ايرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

الثالث : ان يتقيد بشروط صحة البيع، فلا يشتري اسهم شركة تكون اصولها من الدون او النقود لعدم جواز بيع الدن لغير من هو عليه بالحسم و لضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود و لما كانت الشركات لا تخلو من نقود وديون في موجوداتها، اعلم الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير حكم الكل فإذا كانت الديون قليلة، كانت الحكم للغالب الكثير لا للقليل، و حد القلة الثالث، و لذلك اذا كانت هاته الديون اقل من الثلث كان الحكم للغالب و ليس للقليل.

الرابع: ان لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة، مثل البيع القصير للاسهم او الخيارات المالية او الاسهم الممتازة.

2- صناديق السلع الدولية:

تقوم الصناديق الإسلامية بشراء السلع بالنقد، ثم بيعها بالاجل أي يتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الاموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة، من أجل اعادة بيعها ، وتشكل وتشكل ارباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب.

و نظرا الى خصوصية عمل الصندوق و ضرورة ان تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، و ان يكون بد المدير ما يمكنه من توجيه الاموال في الصندوق بطريقة تحقق اكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هاته الصناديق بصفة اساسية الى اسواق السلع الدولية و ليس لتمويل العمليات إذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك، حيث يقتصر على السلع المباحة التي يجوز شراؤها بالنقد و بيعها بالاجل.

و يتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الاموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من اجل اعادة بيعها وتشكل ارباح هذا البيع دخل الصندوق الذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، و نظرا الى خصوصية عمل الصندوق و ضرورة ان تكون المخاطرة فيه ،قابلة للقياس بدقة، و ان يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الاموال في الصندوق بطريقة تحقق اكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هاته الصناديق بصفة اساسية الى اسواق السلع الدولية و ليس تمويل العمليات المحلية، اذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك حيث يقتصر على السلع المباحة التي يجوز شراؤها بالنقد و بيعها بالاجل.

ويتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الأموال المكتتبة في شراء تاسع تامختلفة من أجل اعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق الذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المرابحة والسهم والاستصناع .

ومن جهة أخرى، فان تطور أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجل، تتوافر عليها الخبرات والقوة المالية اضححت تلك الاسواق مكانا مناسباً لعمل صناديق السلع ويحتاج الى تمويل مخزونها والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة، مثل: الألمنيوم والنحاس والبتروول ..

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة، وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل فيستثنى من السلع الذهب والفضة ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الأجل أو المرابحة أو السلم، وكل تلك الصيغ قابلة للتطبيق في اسواق السلع الدولية .

1-2- صناديق المربحة :

تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريقة المربحة، وبخاصة في أسواق السلع الدولية فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم يبيعها الى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل لحصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه وجلي أن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون، وتثير هذه الصناديق اشكالا شرعيا، اذ ان بيع الدين لا يجوز في الشريعة الا الى من هو عليه و بشروط تخرجه من الربا و الغرر، و لذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يؤول إلى بيع الدين الممنوع، فمثلا يقوم الصندوق بشراء كمية من الحديد او القمح و غيرها بالنقد ثم يبيعها إلى طرف ثالث بالأجل غير الذي باعها عليه في نفس السوق بسعر اعلى و باقسط.

2-2- صناديق السلم: السلم بيع بالأجل فيه قبض المبيع و يعجل فيه قبض الثمن و هو من البيوع الجائزة و من شروطه ان يكون في سلعة قابلة لان تكون موصوفة في الذمة ، فلا يجوز في معين و لا في ما لا يقدر على تسليمه في الاجل، و ان يدفع الثمن كاملا في مجلس العقد، و تحديد اجل و مكان التسليم و يمكن توليد الربح من البيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح او الشعير او الزيوت....الخ تسلم الى الصندوق بعد 90 يوما مثلا و لكن الصندوق لا يرغب حتما في تسليم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لاتها دين و الدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه، و لذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم موازي، أي انه يبيع ببيع سلع مماثلة لنفس الشروط و تاريخ التسليم مع اختلاف المدة أي ان السلم الأول مدة 90 يوما و الثاني 100 يوم، و يحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الاسواق و من زيادة من اجل الاجل.

3- صناديق التاجير (الإجارة):

ويقوم على امتلاك صندوق الاستثمار اصول مؤجرة مثل : معدات سيارات و طائرات، بحيث يتولد الدخل من خلال الإيرادات الإيجارية و يعد عقد الإيجار واحد من العقود الملائمة لعمل البنوك للإمكانيات، التي يقدمها العقد المذكور في التموين اذ يمكن للمصارف شراء الاصول المولدة تاجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة،

بحيث تولد دخلا مستقرا على الإستثمار و تعد صيغة الإيجار المنتهي بتمليك احدى الصيغ الأساسية في عمل البنوك الإسلامية، و في هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الاموال المكتببة في شراء اصول، مثل طائرات و عقارات و سيارات او المعدات الصناعية التي يمكن تاجيرها، و تبقى ملكية هاته الاصول للصندوق و يتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين او المستخدمين للاصول، و هذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق و توزع بالنسب على المكتبتين و عقد التاجير من العقود التي امكانيات تمويلية ممتازة، يمكن ان تكون بديلا للقروض و تغطي حاجة الممولين دون الإضرار إلى المعاملات الربوية.

و عقد الإجارة هو عقد محله منافع اصل قادرة على توليد هذه المنافع، السكن بالنسبة للمنزل او النقل بالنسبة للسيارة... الخ، فهو من هذا الباب عقد بيع للمنافع، و لذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من اركان لصحته .

وعقود التاجير في الولايات المتحدة تعد نشاطا ماليا، الباعث عليه عندهم الفوائد الضريبية التي تحقق عندما تقوم الشركة الاستئجار بدلا من الشراء او الاقتراض، و المنافع المالية الإئتمانية الاخرى و يعتمد عمل صناديق التاجير على امتلاك الصندوق للاصول المؤجرة مثل المعدات و السيارات و الطائرات و احيانا العقار و تولد الدخل من الايرادات الإيجازية.

و تختلف الصناديق باختلاف عقود الايجار لاصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الايجار الممتاز و هنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الاصول عند انتهاء العقود، ربما كان على صفة الايجار المنتهي بالتمليك و في هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الاصل كاملا.

و تجدر الاشارة إلى ان عقود الإيجار هذه يجب ان تتماشى مع احكام الشريعة الإسلامية و التي تختلف بطبيعة الحال عن الشروط المستخدمة في الايجارات المعاصرة.

و معلوم ان عقود الايجار المالي في الولايات المتحدة من اكثر عقود التمويل تعقيدا اذ تتداخل فيه الاغراض المالية و الضريبية و المحاسبية لاطرافه و من ثم كان التاكيد من انضباط هذه العقود بالمتطلبات الشرعية امرا بالغ الصعوبة، و هناك نوعان رئيسيان للتأجير تبعا لاجل العقد و التزامات اطرافه، هما للتأجير التشغيلي و التاجير التمويلي.

4- رأس المال (المأمون):

تقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يحبون الجمع من الأرباح العالية، و المخاطر المتدنية فمن العلوم ان الأرباح العالية تتطلب مخاطر عالية، لأن الربح في النهاية هو مكافئة عن الخطر.

يتضح مما تقدم ان صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشؤها المؤسسات المالية التقليدية، لكن يظهر الاختلاف في الاستخدام الموارد المالية لصناديق الاستثمار، فصناديق الاستثمار التي تنشؤها المؤسسات المالية التقليدية بنوعها المغلقة و المفتوحة تباشر نشاطها الاستثماري باستخدام مواردها في تكوين و اقتناء المحفظة المتنوعة من الأوراق المالية المتداولة اما في اسواق النقد و اما في اسواق رأس المال و هو في الغالب الاستثمار غير المباشر يقتصر على بيع و شراء الأوراق المالية و للإفادة من عائداتها السنوية المتوقعة، اما صناديق الاستثمار الإسلامية فانها تستخدم مواردها المالية في القيام باستثمارات حقيقية و في العمليات المباشرة القائمة على عقد المضاربة الشرعية و مجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى.(1)

1 بوشلاخ نور الدين رسالة ماجستير دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية و الإسلامية-ص102-100-2012-2013-جامعة وهران.

المبحث الثاني : خصائص الاستثمار وأهميتها

المطلب الأول: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية

- مقدمة في بيان خصائص عمل المصاريف:

مع الصحوة الإسلامية الشاملة التي شهدتها العالم الاسلامي ، و ما صاحب ذلك من توجه جاد و صادق من المسلمين، نحو تكييف ما يتعلق بجوانب حياتهم الإجتماعية و السياسية و الإقتصادية بما يتفق مع مبادئ و احكام الشريعة الاسلامية، حدث التوجه نحو انشاء المصارف الاسلامية و اقبل الناس على هذه المصارف، بسبب الوازع الديني اولا، و من ثم رغبة منهم في المشاركة في الاستثمارات القائمة على اساس الحلال و الحرام، حتى لا تختلط اموالهم بالحرام المتمثل في الفائدة القائمة على القروض و تولد النقود من النقود.

فمن خصائص المصارف الاسلامية:

1-عدم استخدام الفائدة التي تغطي على القروض المسماة بالودائع المصرفية : و ذلك في المصارف التقليدية، حيث ان جميع الودائع التي تأخذها المصارف الاسلامية هي قروض، سواء كانت حساب جاريا (تحت الطلب)، ام حسابات استثمارية طويلة الاجل او قصيرة الاجل، و ذلك كله عمله بقول الله تعالى "يا ايها الذين امنوا اتقوا الله و ذروا ما بقي من الربا ان كنتم مؤمنين فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله و رسوله و ان تبتم فلکم رؤوس اموالکم لا تظلمون و لا تظلمون" [البقرة: 279-278].

فهذه الودائع هي من النقود الإئتمانية و تتكون هذه النقود من الحسابات الجارية، و الودائع تحت الطلب المودعة لدى البنوك التجاري، و في الدول المتقدمة اقتصاديا تشكل هذه النقود النسبة العظمى من كمية النقود المعروضة و هذه الودائع ما هي في الحقيقة الا ديون على البنك قابلة للدفع بمجرد الطلب، فهي مستحقات للدائنين، قبل البنوك، و يمكن تحويلها من شخص، او من منشأة الى اخرى عن طريق الشيك، او نقلها في شكل قيود محاسبية، و عادة ما تكون مقبولة في سداد الديون و دفع قيمة السلع و الخدمات.

وجاء في قرار المجمع الفقهي رقم (86)319)) المنعقد بأبو ظبي في دولة الامارات العربية المتحدة من 1 - 6 ذي القعدة 1415هـ الموافق 1- 6 نيسان (أبريل) 1995م « الودائع التي تدفع لها فوائد ,كما هو الحال في البنوك الربوية ,هي قروض ربوية محرمة سواء كانت من نوع الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية),أم الودائع لأجل ,ام الودائع باشعار ,ام حسابات التوفير .

2- المصارف الإسلامية تتحرى تمويل ومشاركة المشاريع التي تعمل في الحلال :

فلا تنتج السلع والخدمات المحرمة شرعا, كتمويل أسواق تباع لحم الخنزير, أو تتاجر بالخمور مثلا, أو يدخل في رأسمالها نسبة كبيرة من الربا, وتتحرى المصارف الإسلامية أن تكون جميع مراحل العملية الانتاجية (تمويل ثم تصنيع ثم بيع ثم شراء) ضمن دائرة الحلال, وكذا أسباب الانتاج (أجور ونظام عمل) يجب أن تراعي فيها الحلال

المصارف الإسلامية تقوم أعمالها على أساس المشاركة : الأساس الذي انبنى عليه البنك الإسلامي هو شركة المضاربة الإسلامية, بأن يأخذ أموال المسلمين كمضارب ثم يتاجر أو يصنع أو يزرع أو يعمل أي عمل يقره الإسلام, وناتج الربح يقسم بين المودعين بنسب متفق عليها, من هنا نعلم ان المصارف الإسلامية تبنى أعمالها المالية, على قاعدة "الخراج بالضمان" التي تعني أن " ما خرج من الشيء من غلة أو منفعة وعين فهو للمشتري عوض ما كان عليه من ضمان الملك, فانه لو تلف المبيع كان من ضمانه, فالغلة له, ليكون الغنم بالغرم, وكذلك تبنى أعمالها على قاعدة " الغرم بالغنم " التي تعني أن ما يلزم المرء لقاء شيء من مال أو نفس, مقابل بالغنم وهو ما يحصل له من مرغوبة في ذلك الشيء " فالمصارف الإسلامية هي تطبيق فعلي, لصيغ المشاركات الفقهية الإسلامية والتي هي تابعة لقاعدة الحلال والحرام, والاشتراك في الربح والخسارة وأن النقود تولد السلع والمنتجات النافعة, كالمضاربة وغيرها من صيغ المشاركات وهذه المعاملة تعني عن الافتراض بفائدة, لأن المضارب يحصل على المال دون اقتراض, ورب المال يحصل على المال دون اقراض فرب المال لا يربح دائما والمضارب لا يخسر دائما, وانما المشاركة في الربح والخسارة, مما يؤدي الى عدالة في توزيع الثروة, وهو ما كان في المجتمع الإسلامي, فنستبعد هذه المصارف التعامل بالفائدة التي هي من الربا المحرم.

3- أهداف المصارف الإسلامية لا تقتصر فقط على الربح : ولنا من أهداف المصارف الإسلامية تحقيق

التنمية الشاملة التي تشمل النواحي الاجتماعية والاقتصادية, وذلك من خلال اختيار نوعية المشروعات الاستثمارية ودراسة جدواها وتحديد مخاطرها.

4- تعتمد المصارف الإسلامية على النقود كاتمان للسلع لا كسلعة تباع وتشتري : يقول ابن تيمية: والتعليل

بالثمينه تعليل بوصف مناسب, فان المقصود من الاثمان أن تكون معيارا للأموال يتوسل بها الى معرفة مقادير الأموال, ولا يقصد بالانتفاع بعينها, فمتى بيع بعضها ببعض الى أجل قصد بها التجارة التي تناقض مقصود الثمينه واشترائط الحلول والتقاض فيها هو تكميل لمقصودها من التوسل بها الى تحصيل المطالب, فان ذلك انما يحصل بقبضها لا بثبوتها في الذمة, مع أنها ثمن من طرفين, فنهى الشارع ان يباع ثمن بثمن الى أجل وفان صارت النفوس أثمانا صار فيها المعنى, فلا يباع ثمن بثمن الى أجل. (1)

(1) مرجع سبق ذكره - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة ص 200, 201.

وهذا ما قامت به المصارف الإسلامية التي اتخذت النقود وسيلة للتبادل، فيها تباع السلع وتشتري وأما المصارف التقليدية فقد قامت باتخاذ هذه النقود سلعة كحد ذاتها .

5- تجميع الأموال المعطاة وتفعيلها في مجالات الاستثمار : فتعمل المصارف الإسلامية على تجميع الأموال المراد حفظها من المودعين في حسابات مختلفة كانت جارية أم استثمارية، ثم تقوم هذه المصارف باستخدام تلك الأموال المودعة لديها في مختلف المشاريع ذات النفع العام، والتي تعود على المجتمع بالخير والفائدة. وغيرها من الخصائص التي تتميز بها المصارف الإسلامية، ونتيجة لها فإن النقود تدور في حلبة الاقتصاد، لتنتج لنا السلع والخدمات المفيدة، فتتحول النقود إلى سلع، ذلك من خلال صيغ الاستثمار المختلفة كالمضاربة والمشاركات والاستصناع والسلم والمراجحات، والمغارسة والمساقات والمزارعة .

المطلب الثاني : أهمية لصناديق الاستثمار

الاستثمار في صناديق الاستثمار يتميز بأنه يوفر للمستثمر تنوعاً في أساليب وأدوات الاستثمار، بالإضافة إلى الإدارة التي تملك قدرًا كافيًا من الخبرة في الاستثمار بحيث تتنوع الأدوات وتقل المخاطر خصوصًا في الأوراق المالية، ولذلك نجد الانتشار الكبير لهذه الصناديق في العالم عمومًا في السعودية التي هي جزء من عالم اليوم، وفي هذا المبحث سنتطرق لأهمية الصناديق الاستثمارية الاقتصادية على المستثمر من جهة وعلى الاقتصاد الوطني من جهة أخرى .

الأهمية الاقتصادية بالنسبة للمستثمر:

تكتسب صناديق الاستثمار أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر إذ (يستفيد المدخر الذي يستثمر أمواله من خبرات الإدارة المحترفة في تدني مخاطر الاستثمار والحصول على أقصى عائد ممكن، قد لا يستطيع أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، لأن إدارة صناديق الاستثمار عادة ما تستفيد بخبرات مستشارين محترفين، مما يحقق لها مستوى عالٍ من الكفاءة، والحصول على الأهداف التي تسعى لها والمتمثلة في تنمية المحفظة أي تعظيم قيمتها الرأسمالية إلى أقصى حد ممكن، وتحقيق دخل دوري، وتدني مخاطر الاستثمار وتحقيق مستوى معين من السيولة)، ولأن توفر الامكانيات المالية الكبيرة والخبرة لدى مدير صندوق الاستثمار، يمكن إدارة الصندوق من القيام بالتنوع الذي يقلل من مخاطر الاستثمار وهذا ما قد لا يتوفر لصغار المستثمرين مما يجعل توجيه الأموال للاستثمار في صندوق الاستثمار أكثر ضمانًا لصغار المستثمرين وفيما يلي عرض لأهم مزايا صناديق الاستثمار وفوائدها العديدة للمستثمرين :

- 1- الإدارة المتخصصة : تتم ادارة الصناديق الاستثمارية من قبل محترفين ومتفرغين ومتخصصين في الاستثمار حسب طبيعة كل صندوق ,حيث يقوم هؤلاء المدراء بعمل الدراسات اللازمة والكفيلة باختيار نوع الاستثمار الامن والطويل أو القصير الأمد ,كما أن هذه الادارة المتخصصة تعني أن كل صندوق متخصص في التكنولوجيا مثلا سيديره شخص له خبرة فيها وهكذا ,وهذا يجعل من لا يملك الخبرة يثق في مثل هذه الصناديق المتخصصة والمدراء بطرق افتراضية .
- 2- الحد من المخاطر: وذلك بسبب قيام الصناديق بتنوع ما لديها من محافظ وتوزيعها على عدة نشاطات و أوراق مالية وغيرها للتقليل من المخاطر ,وقد نجد بعض هذه الصناديق تحتوي على أوراق مالية لعدة منشآت ,داخل وخارج البلاد ,بينما المستثمر الواحد لا يمكن أن يقوم بذلك لوحده ,كما أن التقليل من المخاطر يتيح لسعر الوحدة في الصندوق استقرارا أكبر من أسعار المحافظ التي يقوم بإنشائها المستثمر بنفسه .
- 3- تكلفة التداول المنخفضة : فالفرد حينما يكون في محفظة لوحده يتحمل تكلفة تداول عالية ,بينما يتيح حجم الصندوق الكبير تقليل هذه التكلفة في التداول .
- 4- التعددية والتنوع: تعددت الصناديق الاستثمارية وتنوعت محتوياتها فمنها ما هو متخصص في داخل البلاد ومنها ما هو متخصص خارجها ومنها ما هو متخصص في الأوراق المالية ,ومنها ما هو متخصص في البترول وهكذا بل ان بعضها يجمع بين أنواع متعددة مما يساعد على تقليل المخاطر التي يتعرض لها هذا الصندوق
- 5- الشفافية: هذه الصناديق تشرف عليها جهات رسمية تطالبها بالشفافية القصوى في الافصاح عن قوائمها ,وتخضعها هذه الجهات للتقييم الاسبوعي أو اليومي ,مما يساعد المستثمر على الاطلاع على استثماراته وعوائده من تلك الاستثمارات .
- 6- السيولة: أو سهولة الاسترداد والاشترائك حيث يتم تقويم وحدات الصندوق اسبوعيا مرتين أو أكثر وذلك في الصناديق ذات النهاية المفتوحة ,كما أن ادارة هذه الصناديق على استعداد لشراء أو بيع الوحدات على المستثمرين متى طلبو ذلك وهذا يوفر سيولة عالية للمستثمرين وبتكاليف أقل .
- 7- ملائمة قدرة المستثمرين : وحدات الصناديق تختلف فمنها الكبير ومنها الصغير ,أي ذات السعر المتدني مما يتيح الفرصة لجميع شرائح المستثمرين المختلفة للدخول في هذه الصناديق .كما أن تنوع الأهداف الاستثمارية بما يتناسب مع طبيعة كل مستثمر كالصناديق ذات النمو الرأسمالي والصناديق ذات العائد الدوري والصناديق المتخصصة التي تستثمر في قطاعات معينة والصناديق التي تستثمر في أوراق مالية معينة مثل السندات ذات العائد الثابت كل ذلك يمثل ميزة من مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار (1).

(1) صناديق الاستثمار الطوابط الشرعية والاحكام النظامية:عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة ص 109 - 111

الأهمية الاقتصادية بالنسبة للاقتصاد الوطني :

أما بالنسبة للأهمية الاقتصادية لصناديق الأستثمار على المستوى الوطني فان من أهم ما تقدمه صناديق الأستثمار للاقتصاد الوطني ما يلي :

1- حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للأستثمار في الخارج : حيث ان صناديق الأستثمار تتيح فرصا استثمارية محلية تحمي هذه المدخرات من خروجها وبحثها عن تلك الفرص خارج البلاد .

2- تزايد الدور المحتمل لصناديق الأستثمار كأدوات مالية معاصرة : وهذا ما يحدث بالفعل حيث تزايدت هذه الصناديق بشكل ملحوظ على المستوى العالمي لأنها توفر سيولة وفرصا لا يمكن أن تتوفر على المستويات الشخصية .

3- فتح مجالات مالية جديدة أمام المدخرين لأستثمار أموالهم

4- تتعامل صناديق الأستثمار في الأوراق المالية بسوق الأوراق المالية الثانوية : مما يساهم في تنشيط وكفاءة هذه السوق ,كما أن حركة البيع والشراء في حد ذاتها تساهم في تنشيطها .

5- ان صناديق الأستثمار قد أوجدت مجالا كبيرا لصغار المستثمرين والمدخرين من الدخول في اسواق الأوراق المالية : بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين ,وهذا ما يساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية الوطنية عامة .

6- تعد صناديق الأستثمار مصدرا مصدرا من مصادر التمويل المهمة في سوق الأوراق المالية : حيث ان تملك صندوق الأستثمار في شركة ما هو بمثابة تمويل لها لتوسيع نشاطها ,وهذا مما يدفع الشركات للقيام بحملات تسويقية لأجل اقناع ادارات الصناديق بالأستثمار فيها .

7- تحريك الأموال الجامدة : حيث أن بعض اصحاب الاموال قد يحجمون عن استثمارها بسبب خوفهم وعدم ثقتهم ونقص خبرتهم ,وهذه الصناديق التي تديرها المصارف (الشركات) تعطيهم الثقة فيها وفي خبراتها وادارتها وبذلك يتشجعون على استثمار أموالهم الجامدة .

8- تنويع الأستثمارات : فهذه الصناديق تساعد القطاع الخاص على تنويع الأستثمارات في الأسواق المالية بشتى أنواعها بل وحتى خارج الأسواق المالية.

المطلب الثالث : العلاقة التعاقدية بين اطراف الصندوق وطبيعتها :

العلاقة 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 لدارة معاملات وعمليات الصندوق وهو في غالب الأحيان شركة مختصة في ادارة المحافظ المالية تتمتع بالخبرة الفنية اللازمة من أجل 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 بالأجر وبالتالي فهو أجير للصندوق يحصل على اجر مقطوعة لقاء عمل الادارة .

2- العلاقة بين المستثمرين والصندوق :

المستثمرون أو المشتركون في الصندوق وهم الذين يساهمون في الصندوق بأموالهم ولا يباشرون ادارته ويحصلون مقابل الأموال التي يقدمونها للصندوق على وحدات استثمارية أو (الصكوك) ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة .

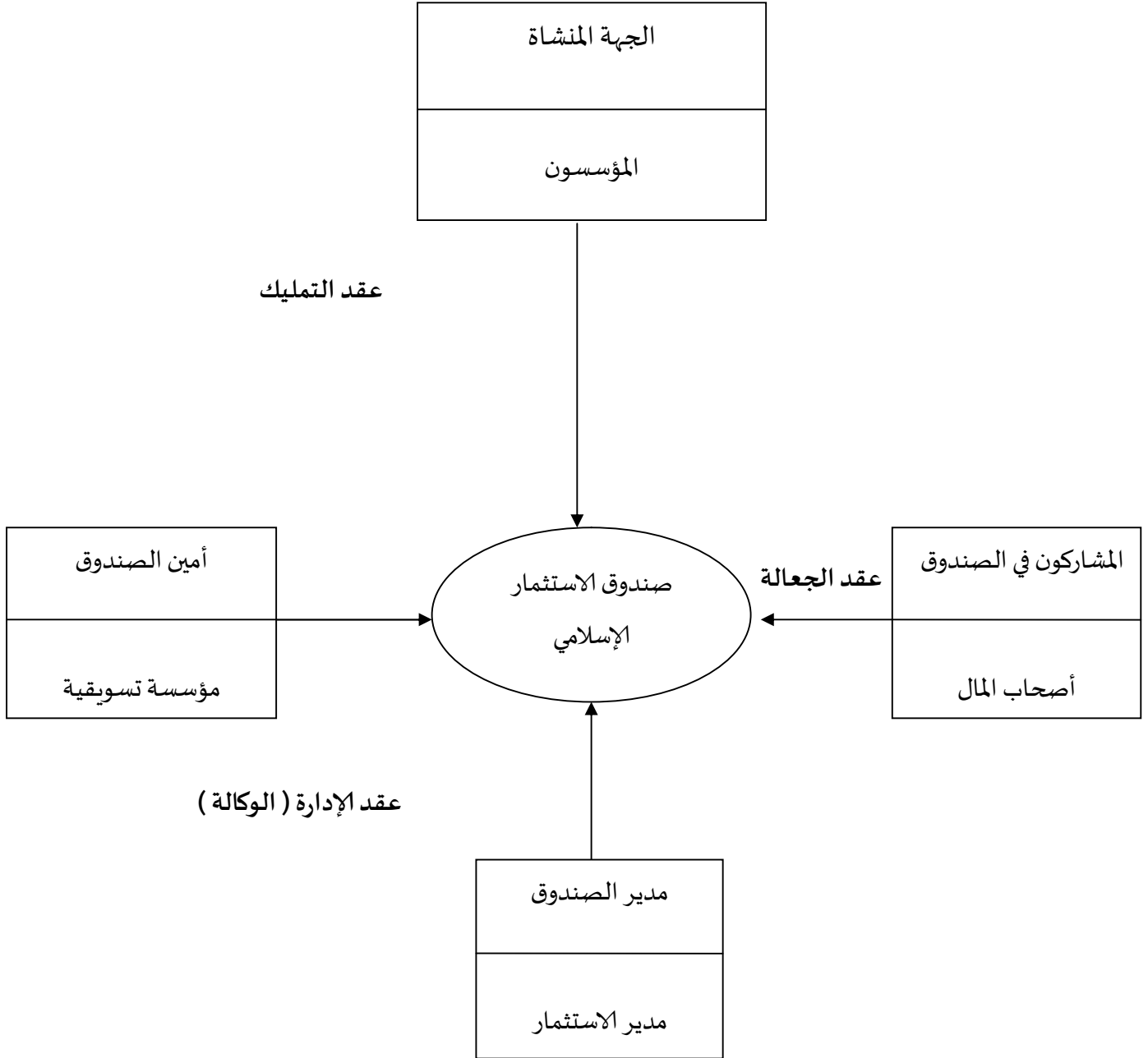
3- العلاقة بين الصندوق والجهة المنشأة له :

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

4- العلاقة بين الصندوق والامين :

لكل صندوق من صناديق الاستثمار وبخاصة في كونه صنجوقا للأوراق المالية وديع او أمين وهو يحفظ وثائق الصندوق ويباشر عمليات البيع والشراء أو بالمعنى الأدق هو الجهة التسوسقية للوحدات الاستثمارية أو الصكوك وقد تعد هذه العملية الى بعض المؤسسات المالية وهي غالبا احدى المصارف المتخصصة في هذه المشألة وهو يحصل لقاء هذه العملية على عمولة وفقا لعقد الوكالة بأجر وقد تعهد ادارة الصندوق الى هذه المؤسسات أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق وفقا لعقد الجعالة .

شكل رقم (02) : العلاقة السببية بين أطراف صندوق الإستثمار الإسلامي .



1-زيد ابراهيم مقداد - بحث مقدم الى مؤتمر علي الأول بعنوان الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية المعاصرة - المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الاسلامية في الفترة من 08 - 09 ماي 2005 .

المبحث الثالث : أحكام ومخاطر صناديق الاستثمار

المطلب الأول:متطلبات شروط وأحكام الصندوق.

تستلزم لائحة صناديق الاستثمار رغم تقديم طلب طرح الصندوق أن يتضمن تلك الشروط والأحكام المتعلقة بالصندوق, وفيما يلي أذكر متطلبات وشروط و أحكام الصندوق كما وردت في لائحة الصناديق الاستثمارية :

الملحق الأول :

على مدير الصندوق عرض شروط وأحكام الصندوق بطريقة سهلة الفهم والاستيعاب بالنسبة للمستثمرين, ويجب أن تشمل الشروط والأحكام على المعلومات الآتية وفقا للتسلسل الموضح في هذا الملحق :

1- اسم صندوق الاستثمار .

2- عنوان المكتب الرئيس لمدير الصندوق : وعنوان أي موقع انترنت يتضمن معلومات عن صندوق الاستثمار و مديره .

3- تاريخ البدء :التاريخ المحدد لقبول الاشتراكات .

4- الهيئة المنظمة : بيان يفيد بأن مدير الصندوق مرخص من الهيئة .

5- تاريخ اصدار شروط وأحكام الصندوق أو اخر تحديث لها .

6- الاشتراك : بيان الحد الأعلى اللازم للاشتراك في الصندوق في حال وجوده .

7- عملية الصندوق : بيان عملة الصندوق ووصف أي اجراء لتحويل الاشتراكات التي تم الحصول عليها بعملات أخرى .

8- أهداف صندوق الاستثمار : وصف أهداف صندوق الاستثمار و أغراضه, بما في ذلك فئته أو نوعه,وإذا كان هدف الصندوق الاستثماري هو الاستثمار في مجال أو قطاع معين من الأسهم المدرجة في السوق, فيجب أن يشمل الافصاح عن المعايير اللازمة لتحديد مجال الاستثمار .

9- استراتيجيات الاستثمار الرئيسية : ملخص لاستراتيجيات الاستثمار الرئيسية التي يستخدمها مدير الصندوق لتحقيق أهدافه بما في ذلك :

- 9-1- نوع (أو أنواع) الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي .
- 9-2- أي سياسة لتركيز الاستثمار في أوراق مالية معينة , أو في صناعة معينة أو في مجموعة من القطاعات أو في أي بلد معين أو منطقة جغرافية معينة .
- 9-3- أنواع المعاملات والاساليب والأدوات التي يمكن استخدامها نيابة عن صندوق الاستثمار بغرض ادارة محفظته الاستثمارية .
- 9-4- أنواع الأوراق المالية التي لا يمكن ادراجها في محفظة الصندوق او أنواع الأوراق المالية التي يمكن ادراجها في المحفظة فقط , وفي حالة حصول الصندوق على استثناء من الهيئة بموجب المادة (42) من هذه اللائحة , يتم ذكر تفاصيل ذلك بوضوح .
- 9-5- أي قيد اخر على نوع (او أنواع) الأوراق المالية أو الأصول الاخرى التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها .
- 9-6- صلاحيات صندوق الاستثمار في الاقتراض وسياسة مدير الصندوق بشأن ممارسة صلاحيات الاقتراض .
- 9-7- اسواق الأوراق المالية التي يحتمل ان يشتري ويبيع الصندوق استثمارات المحفظة فيها .
- 9-8- الحد الذي يمكن فيه استثمار أصول صندوق استثمار واحد يديره مدير صندوق معين , وفي وحدات صناديق أخرى يديرها ذلك المدير او مديرون اخرون .
- 9-9- اذا كان مدير الصندوق يستثمر أصول الصندوق في سوق او اسواق تستخدم مشتقات اوراق مالية , يجب وصف المدى الذي تشكل فيه هذه المشتقات جزءا من أصول من مدير الصندوق أو التي يتم استخدامها لادارة اصول الصندوق .
- 10 - المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق :
- 10-1- وضع ملخص بالمخاطر الرئيسية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق , بما في ذلك المخاطر التي قد تتعرض لها محفظة الاستثمار , واي طرف يحتمل ان يؤثر سلبا على صافي قيمة و (أو) عائد و (أو) اجمالي مردود الاستثمار .
- 10-2- وضع نص يفيد بتحمل مالكي الوحدات المسؤولية عن أي خسارة مالية قد تترتب على الاستثمار في الصندوق .

10-3- وضع نص يفيد بأن الاستثمار في الصندوق لا يعد ايداعا لدى أي بنك محلي بسوق أو يبيع الأوراق المالية أو تابع لصندوق الاستثمار .

11- الرسوم والمصاريف :

الافصاح عن جميع أنواع الرسوم والمصاريف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق , والاشارة الى ملخص الافصاح المالي لبيان مبالغ تلك الرسوم والمصاريف .

12- مصاريف التعامل :

في حالة دفع مصاريف التعامل في الأوراق المالية (التي تشكل أصول صندوق الاستثمار) من أصول الصندوق , ينبغي بيان ذلك في شروط وأحكام الصندوق .

13- التصفية وتعيين مصف:

وصف الظروف التي يمكن فيها تصفية ظروف الاستثمار او استبدال مدير الصندوق من قبل الهيئة , والاجراء المطلوب اتباعه في التصفية وفي تعيين المصفي .

14- مجلس ادارة الصندوق:

14-1- بيان اسماء اعضاء مجلس ادارة الصندوق ومؤهلاتهم والافصاح عن الاعضاء المستقلين في مجلس ادارة الصندوق .

14-2- وصف طبيعة الخدمات المطلوب تقديمها من اعضاء مجلس ادارة الصندوق 'ومدة عقد خدماتهم .

14-3- حيثما ينطبق ، بيان الصفة التي يعمل فيها أي من اعضاء مجلس ادارة الصندوق في أي صندوق استثمار اخر ، واسم هذا الصندوق الاخر .

15- مدير الصندوق:

15-1- بيان اسم مدير الصندوق وعنوانه.

15-2- أي نشاط عمل او مصلحة اخرى مهمة لاعضاء مجلس ادارة مدير الصندوق او مدير الصندوق ، يحتمل تعارضها مع مصالح الصندوق.

- 15-3- أي تضارب مصالح جوهري من طرف مدير الصندوق يحتمل ان يؤثر على تادية التزاماته اتجاه الصندوق .
- 16-3- أي مهمة تتعلق بالصندوق قام مدير الصندوق بتكليف الطرف آخر لتأديتها و توضيح بيانات الطرف الآخر.
- 17-3- تقديم إقرار يفيد بأن مدير الصندوق هو شخص مرخص له بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم، بما في ذلك رقم الترخيص الممنوح له من الهيئة.
- (16) أمين الحفظ: إسم امين حفظ الصندوق و عنوانه.
- (17) مراجع الحسابات : إسم مراجع حسابات الصندوق و عنوانه.
- (18) القوائم الماية السنوية المراجعة: تقديم إقرار يفيد بتوفير القوائم المالية السنوية المراجعة للصندوق مجانا، عند طلبها و توضيح كيفية حصول مالكي الوحدات الحاليين و المحتملين على صورة منها، و بالنسبة للصندوق الجديد وضع إقرار يفيد بتوفر أول قائمة مالية مراجعة في نهاية السنة المالية للصندوق مع ذكر تاريخ نهاية تلك السنة.
- (19) خصائص الوحدات: تقديم وصف لمختلف فئات الوحدات، إذا كان الصندوق يضم أكثر من فئة واحدة بما في ذلك إسم كل فئة و الحقوق المرتبة على كل فئة إذا كانت مختلفة عن بعضها البعض.
- (20) معلومات اخرى: أي معلومة اخرى معروفة او ينبغي ان يعرفها مدير الصندوق او مجلس ادارة الصندوق بشكل معقول، والتي قد يطلبها بشكل معقول مالكو الوحدات الحاليين والمحتملون ومستشاروهم المهنيون او التي من المتوقع ان تتضمنها شروط واحكام الصندوق والتي سيتم اتخاذ قرار الاستثمار بناء عليها.
- (21) صناديق الاستثمار المطابقة للشريعة الاسلامية: اذا كان الصندوق يعمل وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية ، يتم الافصاح عن الاتي:

1-21- اسماء اعضاء اللجنة الشرعية ومؤهلاتهم.

2-21- مقابل استثماراتهم وطبيعة ومصدر أي اجر يتم دفعه لهم، إن وجد .

3-21- المعايير التي استخدمها اعضاء اللجنة الشرعية في اصدار الفتوى التي تجيز الاستثمار في الصندوق.

22- صناديق الاستثمار العالمية: يجب على أي صندوق استثماري أجارت له الهيئة العمل كصندوق عالمي بموجب المادة(41) من هذه اللائحة ان يفصح عن الآتي:

22-1- المعايير التي استخدمها مدير الصندوق في اختيار صناديق الاستثمارالاجنبية التي سيتم فيها استثمار اصول الصندوق العالمي.

22-2- جميع الاستثناءات التي وافقت عليها الهيئة بموجب المادة (41) من هذه اللائحة والتي تتطلب من الصناديق العالمية الاحتفاظ بجميع اصولها في الصناديق الاجنبية باستثناء الاصول النقدية.

23 - الطرح الولي: اذا وضع مدير الصندوق حدا ادنى يجب جمعه من خلال مساهمات المستثمرين قبل بدء اعمال الصندوق، يجب الافصاح عن هذا المبلغ او عن مبالغ الاشتراكات التي يتم استثمارها في صناديق اسواق النقد او ايداعات البنوك حتى يتم تحقيق الحد الادنى.

24- استثمار مدير الصندوق في الصندوق: الافصاح عما اذا كان مدير الصندوق يستثمره او لا يستثمره في وحدات صندوق الاستثمار، واجمالي قيمة أي من هذه الاستثمارات في نهاية اخر سنة مالية.

25- اجراءات الاشتراك والاسترداد:

25-1- ايام التعامل التي سيتم فيها بيع وحدات صندوق الاستثمار واستردادها .

25-2- الموعد النهائي لتقديم التعليمات الخاصة بشراء الوحدات واستردادها وذلك في أي يوم تعامل.

25-3- أقصى فترة زمنية تفصل بين الإشتراك و الاستثمار في الصندوق و أي قيود قابلة للتطبيق.

25-4- إجراءات تقديم التعليمات الخاصة بشراء الوحدات أو استردادها.

25-5- أقصى فترة زمنية تفصل بين الاسترداد و دفع عوائد الاسترداد الحامل للوحدات، و أي قيد آخر.

25-6- أقل عدد للوحدات أو قيمتها يجب أن يمتلكها مالك الوحدات أو يبيعها أو يستردها.

25-7- أي صلاحية لمدير الصندوق و الظروف التي يمكنه فيها تعليق الاشتراك أو الاسترداد أو تأجيل أي من ذلك أو رفضة.

26- تقويم أصول صندوق الاستثمار: وصف الآتي:

- 26-1- طريقة تحديد قيمة أصول صندوق الاستثمار.
- 26-2- عدد مرات التقويم و في أي وقت من اليوم يتم التقويم
- 26-3- طريقة حساب أسعار الاشتراك و الإسترداد و أي ظروف قد تتغير فيها طريقة التسعير.
- 26-4- مكان نشر سعر الوحدات و عدد مرات هذا النشر.
- 27- رسوم الاسترداد المبكر: إذا كان مدير الصندوق ينوي فرض رسوم استرداد مبكر بموجب المادة (48) من هذه اللائحة على أي مالك وحدات يطلب استرداد الوحدات خلال (30) يوماً من شرائها، و يجب الإفصاح عن الآتي:
- 27-1- أنه سيتم فرض هذه الرسوم و ذكر قيمتها.
- 27-2- ظروف فرض هذه الرسوم و أي ظروف يمكن فيها الإعفاء عنها.
- 27-3- أساس حساب هذه الرسوم، بما في ذلك طريقة حصر الوحدات موضوع الاسترداد.
- 28- إنهاء الصندوق: الإجراءات التي سيتم بموجبها إنهاء الصندوق.
- 29- رفع التقارير لمالكي الوحدات: وصف التقارير الدورية التي سيتم تزويد مالكي الوحدات بها و القوائم المالية للصندوق، و كيفية تقديم هذه التقارير و القوائم لها.
- 30- تضارب المصالح: بيان يفيد بأن الإجراءات التي ستتبع لمعالجة تضارب المصالح سيتم تقديمها عند طلبها.
- 31- سياسات حقوق التصويت: إعطاء بيانات تتعلق بالسياسات الخاصة بحقوق التصويت.
- 32- تعديل شروط و أحكام الصندوق: الإجراءات التي سيتم إتباعها في التبليغ عن التعديلات لشروط و أحكام الصندوق.
- 33- إجراءات الشكاوى: إفادة بأن الإجراءات الخاصة بمعالجة الشكاوى سيتم تقديمها عند طلبها.
- 34- النظام المطبق: إفادة بأن شروط و أحكام الصندوق تخضع لأنظمة المملكة العربية السعودية السارية المفعول.

35- الالتزام بلائحة صناديق الاستثمار: إفادة بأن شروط و أحكام الصندوق و وثائق الصندوق الآخر موافقة لأحكام هذه اللائحة و أنها تحتوي على إفصاح كامل و صحيح بجميع الحقائق الجوهرية ذات العلاقة بصندوق الاستثمار.

36- ملخص الإفصاح المالي: وضع ملحق (يتم تحديثه سنويا على الأقل) تحتوي على المعلومات المالية الآتية:

36-1- الرسوم و المصاريف: وضع جدول يوضح جميع الرسوم و المصاريف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق ، و ينبغي أن تكون الرسوم و المصاريف المفصح عنها حقيقية و تم تحملها خلال آخر سنة، و إذا كان صندوق الاستثمار جديدا فإن الرسوم و المصاريف تكون تلك التي سيلتزم الصندوق بدفعها (إذا كان العقد ذو الصلة ينص على دفعها كنسبة مئوية من الأصول) أو تلك التي قدرها مدير الصندوق بشكل معقول للسنة القادمة، و التي ينبغي إعتقاد أرقامها التقديرية من محاسب قانوني مستقل للصندوق قبل نشر شروط و أحكام الصندوق، و يجب أن يتضمن الجدول ملحوظات تشير إلى أن الأرقام تقديرية، و أن يوضح أساس تقدير هذه الرسوم و المصاريف، كما ينبغي أن يوضح المصاريف كنسبة مئوية من صافي الأصول، و المصاريف التي دفعها مالكو الوحدات كنسبة مئوية من قيمة الوحدات التي يتم شراءها أو استردادها، أو متوسط صافي الأصول ، متى كان ذلك مناسبا و يجب أن تتضمن الرسوم و المصاريف، على سبيل المثال الحصر:

أ- أي مصاريف يتم تحصيلها من مالك الوحدات عند شراء أو استرداد جميع أو بعض وحداته.

ب- أي أتعاب مستحقة لمدير الصندوق (أو أي مدير صندوق من الباطن) من أصول الصندوق مقابل إدارة محفظة الاستثمار و الخدمات الاستثمارية الخاصة بالاستثمار و (أو) الخدمات الاستثمارية الخاصة بالاستثمار.

ج- أي رسوم استرداد مبكر يتم تحصيلها من مالكي الوحدات.

د- مصاريف الحفظ و خدمات الحفظ الأخرى.

هـ- أي أتعاب تم دفعها للمحاسب القانوني المستقل.

و- أي مصاريف يتحملها صندوق الاستثمار تتعلق بإقتراض الأموال.

ز- أي مصاريف تتعلق بتسجيل الوحدات أو الخدمات الإدارية الأخرى.

ح- أي أتعاب مستحقة مقابل تقديم خدمات تتعلق بسجل مالكي الوحدات.

ط- أي رسوم او مصاريف أخرى يتم تحميلها على مالكي الوحدات أو يتم دفعها من أصول الصندوق.

و يجب أن تشير شروط و أحكام الصندوق إلى أي ظروف أو معايير يختار بموجها مدير الصندوق التنازل عن أول إعادة دفع أي من الرسوم و المصاريف السالفة الذكر، و ينبغي الإفصاح عن الرسوم و المصاريف الموضحة في شروط و أحكام الصندوق دون تطبيق أو تعريض متاح.. مالم يكن مدير الصندوق ملزما من الناحية التعاقدية بمثل هذا التنازل أو التعويض في شروط و أحكام الصندوق.

36-2- وضع جدول يوضح أتعاب و مصاريف التشغيل التي تم دفعها من أصول الصندوق كـمبلغ نقدي بحيث تحتسب بضرب النسب الموضحة في الفقرة (1) أعلاه باستخدام إفتراضي لمالكي الوحدات على أساس عملة صندوق الاستثمار.

36-3- التأكد من الإفصاح بشكل واضح عن أساس حساب الرسوم و طريقة تحصيلها و وقت دفعها.

36-4- إذا كان صندوق الاستثمار صندوقاً قابضاً ، ينبغي إدراج جدول ثاني للرسوم و المصاريف، بحيث يوضح هذا الجدول إجمالي الرسوم التي حصلها الصندوق القابض و الحد الأعلى للرسوم الأساسية لصناديق الاستثمار، على إفتراض مبلغ الحد الأعلى المسموح به بموجب المادة (43) من هذه اللائحة في الصندوق الأساسي ذي المصاريف الأعلى و الحد الأعلى من المبلغ المتبقي المسموح به و المسموح به المستثمر في الصندوق الذي يحتل المرتبة الثانية من ناحية إرتفاع المصاريف و هكذا، و على سبيل المثال في حالة استثمار صندوق قابض في ثلاثة صناديق ، الصندوق (أ) تبلغ نسبة مصاريفه 1,5 % و الصندوق (ب) تبلغ نسبة مصاريفه 1.25 % و الصندوق (ج) و تبلغ نسبة مصاريفه 1% ، يتم احتساب الرسوم بإفتراض استثمار نسبة 50% من الأموال في الصندوق (أ) و 45% في الصندوق (ب) و 5% في الصندوق (ج) .

36-5- مصاريف التعامل: في حالة تحمل الصندوق مصاريف تعامل معروفة خلال آخر سنة مالية ، يتم الإفصاح عن قيمة تلك المصاريف كنسبة مئوية من متوسط صافي الأصول خلال تلك السنة.

36-6- الأداء السابق: وضع جدول يوضح العائد الكلي للفترات الآتية: سنة و ثلاث، و خمس و عشر سنوات، و رسم بياني يوضح العائد الكلي لكل سنة من السنوات العشر الماضية، و يجب إحتساب العائد الكلي و توضيحه على أساس مبلغ صافي بعد استقطاع جميع الرسوم و المصاريف الفعلية، و ينبغي مقارنته بإيرادات مؤشر مناسب للفترات الموضحة، و يجب توضيح و بشكل مختصر تذبذب إيرادات الاستثمار في الصندوق (بجانب الرسم البياني و الجدول) مع النص بشكل واضح على الآتي:

أ- أن الأداء السابق لصندوق الاستثمار أو الأداء السابق للمؤشر لا يدل على ما سيكون عليه أداء الصندوق مستقبلا.

ب- أن الصندوق لا يضمن للملكي الوحدات أن أداء الصندوق (أو أدائه مقارنة بالمؤشر) سيتكرر أو يكون مماثلا للأداء السابق.

7- مكافأة أعضاء مجلس إدارة الصندوق : بيان إجمالي مكافأة المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة خلال آخر سنة من خدمتهم في مجلس الإدارة (و لا يشمل ذلك مكافأة موظفي مدير الصندوق) و إذا كان الصندوق جديدا ينبغي ان تكون مكافأة مجلس الإدارة المفصح عنها في شروط و احكام الصندوق هي المتوقعة في السنة القادمة.

8- الترتيبات المالية للصندوق الأجنبي: لإفصاح عما إذا كان مدير الصندوق العالمي أو أي تابع قد حصل على تعويض من أي شخص فيما يتعلق بالاستثمارات في الصندوق.

9- رسوم الاسترداد المبكر: مبالغ أي رسوم استرداد مبكر.(1)

(1)عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الأحكام النظامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى ، 1430 هـ ، 2010م، ص116-125 رقم الكتاب 332/353.

المطلب الثاني: التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار:

لقد بحث العلماء المعاصرون طبيعة عقد الصناديق الاستثمار و التكييف الشرعي (الفقهي) لهذه الصناديق و اتفقوا انها لا تخرج عن عقد المضاربة او عقد الوكالة باجل، و هذا ما سنتعرض له من خلال هذا المطلب يلي ذلك الحديث عن طبيعة مشاركة الجهة المنشأة للصندوق و حكم ذلك في الشرع و الفقه الاسلامي حيث ان كثير من الجهات المنشأة للصناديق الاستثمارية تنص في نشراتها على مشاركتها في راس مال الصندوق.

1- عقد المضاربة:

يذهب اغلب الباحثين في الفقه الاسلامي الى ان الغالب على صناديق الاستثمار هو كونها من قبيل المضاربة في الفقه الاسلامي، فالصندوق الاستثماري هو عبارة عن وحدات استثمارية لكل وحدة حصة من موجودات ذلك الصندوق الاستثماري، و التكييف الشرعي للوحدة الاستثمارية انها : حصة شائعة من موجودات الصندوق ايا كان نوع هذه الموجودات فإن العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الاسلامية قائمة على اساس عقد المضاربة الشرعية و بالتحديد المضاربة المقيدة لان هذه الصناديق يتخصص نشاطها الاستثماري في قطاع معين بحسب الغرض الذي انشأت من اجله، و الجهة المصدرة لهذه الصناديق تقوم بدور المضارب و المكتتبون في راس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم (رب المال).

و من المعلوم ان صناديق الاستثمار بصورتها النظامية المعروفة الآن لم تكن معروفة في الاسلام، و في ما يلي سنتطرق لعقد المضاربة في الفقه الاسلامي و احكامه و وجه العلاقة بينهما و بين صناديق الاستثمار.

المضاربة نوع من انواع الشركة التي كانت موجودة قبل الاسلام و لما جاء الاسلام اقر ما قال الامام ابن قدامة (...المضاربة و تسمى قراضا و هي ان يشترك بدين و مال و معناها: ان يدفع رجل ماله الى اخر ليتاجر له فيه، على انما حصل من الربح حسب ما يشترطانه فأهل العراق يسمونه مضاربة و اهل الحجاز يسمونه قراضا.....)

و قال الزركشي في شرحه المختصر الخري: (...شركة المضاربة ان يشترك بدينان بمال احدهما، او بدن و مال و الاصل فيها ان يكون من أحدهما المال و من الاخر العمل فيه.....)(1)

1-عبد الرحمان ابن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الاحكام النظامية، دار النفائس للنشر و التوزيع الاردن الطبعة الاولى.

و لذلك فالمضاربة او القراض بهذا المعنى هي صورة مقارنة لصناديق الاستثمار الموجودة الان:(....لاخلاف بين المسلمين في مشروعية و جواز عقد المضاربة و انها كانت في الجاهلية فأقرها الاسلام، فالمضاربة كانت مشهورة بين اهل الجاهلية قبل الاسلام لاسيما قريش، و العير التي كان فيها ابو سفيان كان اكثرها مضاربة بين ابي سفيان و غيره، فلما جاء الاسلام اقرها رسول الله صلى الله عليه و سلم، و كان اصحابه يسافرون بمال غيرهم مضاربة و لم ينهى عن ذلك، و السنة قوله و فعله و اقراره فلما اقرها كانت ثابتة في السنة....).

و هكذا فإن الفقهاء قديما و حديثا يقولون بحواز عقد المضاربة و انها عقد كان في الجاهلية و اقرها الاسلام، و كذلك قال الشوكاني بعد سياقه للكثير من الاثار عن الصحابة:(....فهذه الاثار تدل على ان المضاربة كان الصحابة يتعاملون بها من غير نكير فكان ذلك إجماعا منهم على الجواز و ليس فيها شيء مرفوع إلى النبي عليه الصلاة و السلام، و قد كان في عصره صلى الله عليه و سلم فعلم به و اقره....).

و هذا يدل على ان المضاربة كانت موجودة في عهد النبي صلى الله عليه و سلم و قد اقر عمل الصحابة بها، و هذه من السنة التقريرية.

و بالنظر إلى شروط المضاربة في الشريعة الاسلامية في المذاهب الاربعة و ماها بعضهم اركاننا نجد انها: خمسة اركان :

الأول:العاقدان: و هي صاحب المال او وكيله و العامل فيه.

الثاني: الصيغة: و هي الايجاب و القبول من المتعاقدين .

الثالث: رأس المال :و هو المال الخاص ، و ليس كل مال يصلح للمضاربة.

الرابع : العمل : و هو ما يقوم به المضارب نظير جزء مشاع معلوم من الريح.

الخامس: الريح : و ليس المراد هو تحديد الريح فهذا مجهول، و انما المراد شرط جزء مشاع معلوم لكل من صاحب المال و العامل من الريح.....

و بالمقارنة بن هذه الاركان او الشروط و اركان و شروط انشاء الصناديق الاستثمارية يتضح لنا ان صناديق الاستثمار صورة من صور التعاقد المضاربة او القراض، فالجهة المنشأة للصندوق(الشركة الاستثمارية او المصرف) تمثل دور (المضارب) حيث تتولى اخذ المال من المستثمرين لتقوم بإستثماره مقابل نسبة معينة من

الربح و المستثمرون في هذه الصناديق سواء كانوا اشخاصا طبيعيا ناو اعتباريين يمثلون (رب المال) حيث يقومون بدفع اموالهم إلى هذه الجهة لتديرها وفق الشروط المتفق عليها في الصندوق.

و لذلك فإن مجمع الفقه الاسلامي يرى ان التكييف المناسب للصناديق الاستثمارية انها صكوك مقارضة أي مضاربة، حيث اشار المجمع في قراره رقم (30) إلى ذلك بقولهم (..سندات المقارضة هي : اداة استثمارية تقوم على اساس تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية براس مال المضاربة على اساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة باسماء اصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في راس مال المضاربة، و ما يتحول اليه بنسبة ملكية كل منهم و يفضل تسمية الاداة الاستثمارية صكوك المقارضة، و يقوم العقد في صكوك المقارضة على اساس ان شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار و ان الايجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك و ان القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة، و لا بد ان تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية راس المال، و توزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على ان تتفق جميع الشروط مع الاحكام الشرعية).

2- عقد الوكالة بأجر:

و ذهب فريق اخر من العلماء إلى تكييف صناديق الاستثمار على انه عقد بالوكالة بأجر معلو، حيث يمثل المستثمر في الصندوق سواء كان شخصا اعتباريا أو طبيعيا (الموكل) الذي يدفع ماله لتديره هذه الجهة مقابل اجر معلوم و هذا الاجر يستحقه مدير الصندوق سواء ربح الصندوق أم خسره و أما مدير الصندوق فيمثل (الوكيل) الذي يقوم بإدارة أموال الموكل حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار الخاصة بالصندوق محل التعاقد.

و الوكالة بأجر معلوم جائزة في الفقه الاسلامي، قال ابن قدامه في المغني: (و يجوز التوكيل بجعل و غير جعل، فإن النبي صلى الله و سلم و كل انيسا في اقامة الحد و عروة في شراء شاة، و عمرا و ابا رافع في قبول النكاح بغير جعل، و كان يبعث عماله لقبض الصدقات و يجعل لهم عمالة).

و من هنا يتضح ان طبيعة عقد الصناديق الاستثمارية لا يخرج عن كونه عقد مضاربة مقيدة او وكالة بأجر ، و غالبية الصناديق الاستثمارية تعمل بعقد وكالة بأجر و ذلك لتضمن حقها في إدارة الصندوق بغض النظر على الربح أو الخسارة، و تشترك احيانا فتكون مضاربة و تديره بعقد الوكالة بأجر كما سنذكر في الثالث.

3- مساهمة مدير الصندوق في رأس المال :

تنص الكثير من الجهات المنشأة و المديرية للصناديق الاستثمارية في نشراتها على انها ستشارك في راس مال الصندوق من البداية، و انها ستغطي العجز في الصندوق بشراء الوحدات التي يقوم ببيعها اصحابه، او عندما يحتاج الصندوق إلى مزيد من السيولة، وقد اخلف العلماء في جواز عقد المضاربة مع الوكالة بأجر، فمن أجاز ذلك استند إلى ان ذلك من أنواع الشركات في الفقه الاسلامي التي ذكرها ابن قدامة في المغني قائلا في مثل هذه المسألة: "و ان اشترك بدنان بمال احدهما او بدنان بمال غيرهما او بدن و مال او مالان و بدن صاحب احدهما او بدنان بمالهما تساوى او اختلف فكل ذلك جائز" و قال في موضع اخر "ان يشترك مالان و بدن صاحب احدهما، فهذا يجمع شركة و مضاربة و هذا يجوز".

الحكم الشرعي لاستثمارات صناديق الاستثمار:

تقدم ان صناديق الاستثمار بنوعها سواء كانت ذات النهاية المغلقة ام ذات النهاية المفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري في تكوين و إقامة محفظة متنوعة من الاوراق المالية للإفادة من غلاتها السنوية المتوقعة، او إعادة بيعها في حالة وجود فرصة لتحقيق ارباح من ذلك البيع، و انها تقوم بتداول اوراق محافظها المالية في اواق راس المال التي يتم فيها تداول الاوراق المالية طويلة الاجل كالاسهم بانواعها المختلفة و السندات، او في اسواق النقد التي يتم فيها تداول الاوراق المالية قصيرة الاجل كشهادات الإيداع المصرفية، و اذونات الجزارة و نحوها، فما هو الحكم الشرعي لإقتناء و تداول هذه الاوراق المالية ؟.

و للإجابة على هذا السؤال سنتناول ما يلي:

1- حكم اقتناء و تداول الاسهم العادية: يجد بنا قبل ان نتناول حكم و تداول هذه الاسهم ان نتعرف على نشاط الشركة المصدرة لها، فإذا كانت الشركة التي اصدرت الاسهم ذات نشاط محرم و محظور كشركة المساهمة لإنشاء مصرف تجاري ربوي او شركة لتصنيع و تعبئة و توزيع المشروبات الكحولية كالخمور و نحوها، ا وان تكون شركة تنتج سلعا او خدمات مباحة كشركات السيارات و الأدوية و النقل و الملاحة و لكن تمول بعض عملياتها الاستثمارية عن طريق الحصول علة قروض ربوية، او توظف سيولتها النقدية الفائضة توظيفاً ربوياً قصير الاجل، أو ان يشوب نشاطها الاستثماري الإحتكار غير المشروع، أو انها تمد بخدماتها مشروعات محرمة كأن تكون شركة لتصنيع القوارير فتبيعها لمصانع الخمور، فجميع اسهم هذه الشركات و ما يماثلها يحرم إقتنائها و يحرم بيعها و شرائها و تداولها، لان من امتلك أو اشترى اسهما لمصرف ربوي او لمؤسسة أو شركة يشوب نشاطها الاستثماري شبه الربا فكأنه اصبح احد المرابين و يشتمله الوعيد النبوي في انه صلى الله عليه و سلم "

لعن اكل الربا و مؤكله و شاهده و كاتبه" متفق عليه من حديث ابن مسعود، و من امتلك او اشترى اسهما لشركة تصنيع و تجارة الخمر اصبح تاجر خمر، عن انس ؓ قال: لعن النبي صلى الله عليه و سلم في الخمر عشرة، عاصرها و معصرها و شاربها و ساقمها و حاملها و المحمولة اليه و بائعها و مبتاعها و واهمها و اكل ثمنها. اخرجہ الترمذي.

و قال صلى الله عليه و سلم: "فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه و عرضه".

و اما إذا كانت هناك شركات تزاوّل نشاطاتها الاستثمارية بما يتفق و تعاليم الشريعة الإسلامية، و لها رقابة شرعية تشرف على هذه النشاطات و تبعتها عن كل محرم أو محظور فلا بأس من اقتناء و امتلاك اسهم مثل هذه الشركات، و اما تداول الاسهم بالبيع و الشراء في الاسواق المالية (البورصة) او غيرها فإذا في السوق العاجل(الفوري) كأن يشتري اسهما و يدفع ثمنها و يقبضها او يبيعها و يسلمها للمشتري و يقبض ثمنها فالعقد صحيح حلال، و لكن إذا كان بيع و شراء الاسهم عن طريق المضاربة في الاسواق المالية، حيث نجد ان معظم المشتريين لا ينوون استلام ما شتروه، كما ان معظم البائعين لا ينوون تسليم ما باعوه و لا يتم القبض من الجانبين، بل تنحصر العملية في قبض او دفع الفرق بين سعري الشراء و البيع، و تتضح هذه العملية في صور البيع الاجلة التي تتم في البورصات كعملية البيع البات، و عملية البيع القصير و اسواق الاختيارات و يقصد بعملية البيع البات: ان يحدد لتنفيذه موعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم فيه المتعاقدان بدفع الثمن و تسليم الاوراق المالية و لا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، و التي تنتهي عادة بخسارة احد الطرفين المتعاملين البائع او المشتري الا اذا كان سعر الاوراق المالية في يوم التصفية معادلا لسعرها حين العقد، و لا شك ان مثل هذا العقد يعتبر من قبيل المضاربة الممنوعة شرعا، لان البيع او الشراء فيه صورة و تبقى العملية فيه منحصرة في الرهان على صحة توقعات أي من امتهادين بخصوص مستقبل اسعار الورقة المالية موضوع الصفقة، و اما عملية البيع القصير: فيقصد به بيع اوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد الصفقة، و يتم تسليم هذه الاوراق عندما يحين موعد التسليم بإقتراضها من الوسطاء، و لذلك يطلق عليها البعض عملية بيع الممتلكات المستعارة، و بالنسبة لأسواق الاختيارات فهي التي تتم فيها عقود اختيار البيع و اختيار الشراء و الاختيار: عقد يعرض على حق مجرد يخول صاحبه بيع شئ محدد، أو شراء بسعر معين طيلة مدة معلومة أو في تاريخ محدد إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين بإختيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الاوراق المالية المتعاقد عليها و الذي اتفق على شرائها و ان يمتنع عن اتمام الصفقة مقابل دفع مبلغ معين لمالك الاوراق المالية نظير منحه اياه هذا الحق، و خيار البيع عكسه فهو يعطي الحق للبائع بأن يدفع الاوراق المالية المتعاقد عليها و الذي اتفق على بيعها اوان يمتنع عن اتمام الصفقة مقابل دفع مبلغ معين للمشتري، و الواقع ان معظم عمليات

اسواق الاوراق المالية تنطوي على بيع الأوراق المالية التي سبق للمتعاملين شراؤها و لم يقبضوها من البيوع المنهي عنها، عن ابن عباس رضي الله عنه عن رسول الله صلى الله عليه و سلم قال: "من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يستوفيه"، و قال ابن عباس: "و احسب كل شئ مثله او على بيع ما لا يملك و هو ايضا من البيوع النهي عنها، عن حكيم ابن حزيمة قال: قلت يا رسول الله ياتيني الرجل فيسألني البيع ليس عندي، ابيعه منه ثم ابتاعه من السوق؟ فقال: "لا تبع ما ليس عندك" رواه الخمسة.

كما انه يشوبها الغرر الفاحش و الجهالة التي تقضي الى احالة هذه العقود إلى مخاطرة الميسر و القمار كما هو الحال في اسواق الاختيارات إذ ان المتعامل فيها هو الحق المجرد (المشتري او البائع) و هذا الحق مالا و ليس فيه معنى المال، فالعقد عليه عقد على شئ ليس له وجود، فهو من قبيل المعدوم الذي لا يقدر او يقوم بمال و حينئذ لا يصلح ان يكون محلا للعقد.

2-حكم اقتناء و تداول الاسهم الممتازة: تقدم ان الاسهم الممتازة تعطي للمالكها حقوقا و مزايا لا يتمتع بها مالك الاسهم العادية، و من هذه المزايا و الحقوق حصول مالك الاسهم الممتازة على فائدة سنوية تحدد بنسبة مئوية من راس المال المدفوع سواء ربحت الشركة ام خسرت، و هذا الحق يحيل هذه الاسهم إلى سندات بفائدة، و هذه الفائدة محرمة لانها من ربا الديون او ربا الجتهلية الذي نزل القران بتحريمه في قوله تعالى "يا ايها الذين امنوا اتقوا الله و ذروا ما بقي من الربا ان كنتم مؤمنين فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله و رسوله فإن تبتم فلکم رؤوس اموالکم لا تظلمون و لا تظلمون" البقرة 277-278.

او تعطي هذه الاسهم للمالكها حصة في شكل نسبة مئوية من الارباح اضافة إلى حصته من باقي الارباح التي توزع على جميع الاسهم بما فيها الاسهم الممتازة، و في هذا ظلم لباقي المساهمين اصحاب الاسهم العادية و أكل لأموالهم الباطل، و لانه من المعلوم ان الاسهم بصفة عامة تمثل حصة شائعة و معلومة في راس مال الشركة و هي متساوية في القيمة، إذ ليس لاصحاب الاسهم الممتازة زيادة مال أو عمل أو ضمان يستحقون به هذه الزيادة، كما ان هذه الاسهم تعطي الحق للمالكها في استرداد قيمة اسهمه كاملها عند التصفية و قبل إجراء القسمة بين الشركاء و يعتبر هذا شرطا غير صحيح عند الفقهاء لان القاعدة تقول إن الخسارة في الشركة تكون على قدر رأس المال و تمنع التفاوت في ذلك و بهذا فإن امتلاك هذه الاسهم و تداولها غير جائز شرعا.

3-حكم اقتناء و تداول السندات: من المعلوم ان السندات عبارة عن صكوك تحتوي على قروض طويلة الاجل و تعطي مالكها حق الحصول على فوائد سنوية ثابتة تستوفي في مواعيد محددة، و تستوفي قيمتها عند حلول أجلها، و الفائدة المشروطة في السند تعتبر زيادة مشروطة لأحد المتعاقدين من غير عوض، و انما هي لقاء تاخير

وفاء الدين إلى أجل و معلوم ان الزيادة المشروطة على الدين في مقابلة الاجل هي من ربا الدين الذي نزل القران بتحريمه، قال ابو بكر الجصاص " و الربا الذي كانت العرب تعرفه و تفعله انما كان القرض الدراهم و الدنانير إلى اجل بزيادة على مقدار ما استقرض على ما يتراضون به..." قال تعالى: "الذين يأكلون الربا لا يقومون الا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا انما البيع مثل الربا و احل الله البيع و حرم الربا فمن جاءه موعظة من ربه فإنتهى فله ما سلف و امره الى الله و من عاد فتولئك اصحاب النار هم فيها خالدون" البقرة 275.

و بذلك فإن السندات بجميع انواعها و اجالها سواء كانت سندات طويلة الاجل كالسندات التي تصدرها الشركات و منشآت الاعمال و المؤسسات المالية او أي جهة اخرى، ام كانت سندات قصية الاجل كأذونات الخزنة و نحوها، مادامت انها تعطى مالكمها حق الحصول على فوائد ربوية فلا يجوز اقتناؤها و لا تداولها او الاستثمار فيها.

4-حكم تداول شهادات الإيداع المصرفية : لا شك ان هذه الشهادات تعد بمثابة الودائع لأجل في البنوك التجارية، إذ لا يحق استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها، و يتعهد البنك بأن يدفع لمالك هذه الشهادة فائدة سنوية ثابتة ومحددة بنسبة مئوية من قيمتها، فهي عبارة عن قرض ذي أجل بفائدة، و تقدم ان الفائدة الربا الصريح و بذلك لا يجوز اقتناء هذه الشهادات و لا يجوز تداولها.

المطلب الثالث: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية:

يسعى المستثمر للحصول على ربح و هو يحاول الحصول على هذه الأرباح ضمن تفضيلات معينة يستمدتها من منظوره الخاص أو توقعاته المستقبلية أو قيم و مبادئ دينية و أخلاقية.

1- مفهوم المخاطرة:

إن مفهوم المخاطرة هو جزء من منهج إتخاذ القرارات الاستثمارية و مفهوم المخاطرة له علاقة بمفهوم عدم اليقين و هي احتمال وقوع أمر غير متيقن الوقوع إما الأمولر اليقينية فلا يكتنفها الخطر أو المخاطرة.

2- توسيع مفهوم المخاطرة ليشمل المخالفات الشرعية:

جرى العرف على أن الخطر يتعلق بالجوانب المالية للاستثمار مثل المخاطر الإئتمانية فمخاطر سعر الفائدة و أسعار الصرف و ما إلى ذلك و إذا 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 و لا ريب أن مخالفة المدير للمعايير الشرعية يؤدي إلى إكتساب ربح غير مشروع يلزم المستثمر التخلص منه فيؤدي ذلك إلى إنخفاض قيمة استثماره و إلى عدم تحقيق أهدافه الاستثمارية.

3- المخاطر المباشرة:

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

1-3- مخاطر الصندوق:

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

3-1-1- مخاطر التقلبات الاستثمارية:

و هي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول و انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلبا أو إيجابا على حصة المستثمر و تختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها أكثر حدة من تلك التي تستثمر في غيرها من الأصول المالية.

3-1-2- مخاطر التنوع:

إن الميزة التي تقدمها صناديق الاستثمار من غيرها من باقي طرق الاستثمار هي ميزة التنوع حيث يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنوع 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 التنوع بالمستوى المطلوب قد تحرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك و من ثم عدا ذلك من المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصندوق.

3-2- مخاطر اختيار المراكز: تقتصر بعض صناديق الاستثمار محليا داخل بلد المنشأ الا ان اغلبها يستثمر خارج الحدود وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق الى مخاطر اختيار المراكز وتتضمن مخاطر تغير اسعار الصرف الاجنبي والمخاطر السياسية كتغير الحكومات مثلا.

4- المخاطر غير المباشرة: و هي تلك المخاطر التي يواجهها الصندوق في تعامله مع الجهات الأخرى و يمكن

تلخيصها في ما يلي:

4-1-1- المخاطر الائتمانية:

و تظهر هذه المخاطر في الصناديق التي تعتمد في استثمارها على البيوع الآجلة مثل صناديق المراجعة و الاستصناع.

2-4- المخاطر التجارية:

و تنحصر هذه المخاطر في تغير أسعار السلع و المواد الأولية التي يقوم الصندوق بالاستثمار فيها بالإضافة إلى تغير أسعار الفائدة.

3-4- مخاطر السيولة:

قد يواجه صندوق الاستثمار أحيانا مخاطر السيولة بحيث لا يتوافر لديه الكم اللازم من الأموال لمواجهة طلبات الاسترداد مثلا فهو 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 و هي مخاطر قد يواجهها أي صندوق استثماري

المطلب الرابع: الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية:

1- أهمية الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تخضع للرقابة المالية و الشرعية بسبب تعدد مصالح الجهات المرتبطة بها و لذلك وجب التأكد من سلامة معاملات هذه الصناديق و عدم المساس بحقوق المشتركين و كذلك التأكد من السلامة الشرعية و القانونية...إلخ.

و تكمن ضرورة هذه الأهمية في:

- ضرورة الإطمئنان من التزام الصندوق بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية و هذا ما يوجب الرقابة الشرعية.
- ضرورة التأكد من أن عقود الصناديق تتم وفق القوانين و القرارات و التعليمات الواردة من الجهات الحكومية مثل البنك المركزي و السوق المالية (البورصة) و هذا ما يوجب الرقابة القانونية و المصرفية.
- الحرص على أن أموال العملاء او المشتركين في الصندوق جمعت بالطرق الصحيحة و وظيفت بالطرق المعمول بها طبقاً لأسس و معايير و صيغ الاستثمار و التمويل الإسلامي و هذا ما يوجب الرقابة الاستثمارية.
- التأكد من أن كل عمليات الصندوق من قبض و دفع قد روجعت مستندياً و حسابياً و لائحياً و هذا ما يستدعي الرقابة المالية الداخلية.(1)

1-أحمد بن محمد الخليل – الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي – الطبعة الثانية – دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع السعودية – 2005 ص76

- وجوب التأكد من صحة القياس و الإفصاح المحاسبي عن حقوق أطراف الصندوق و المركز المالي و نتائج أعمال الصندوق و طرق توزيعها و هذا ما يوجب الرقابة الخارجية على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي.

- تقويم الأداء عن فترات دورية و كذلك تحديد صافي قيمة الوحدات الاستثمارية من أجل تسهيل إتخاذ قرارات المستثمرين سواء بالإبقاء أو الخروج و هذا ما يوجب الرقابة الإدارية.

2- أجهزة الرقابة على صناديق الاستثمارالإسلامية:

تتعدد أجهزة الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تعمل مجتمعاً وفق نظام متكامل من أجل تحقيق الغاية التي وجدت من أجلها و هي المحافظة على الأموال و تنمية الأرباح و تتمثل هذه الأجهزة في :

1-2- هيئة الرقابة الشرعية: و هي هيئة يخول لها القانون ممارسة الرقابة الشرعية على معاملات صندوق الاستثمار الإسلامي.

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

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

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

2-5- الخبير الاستثماري: و هو يمارس الرقابة الاستثمارية على معاملات صندوق الاستثمار الإسلامي.

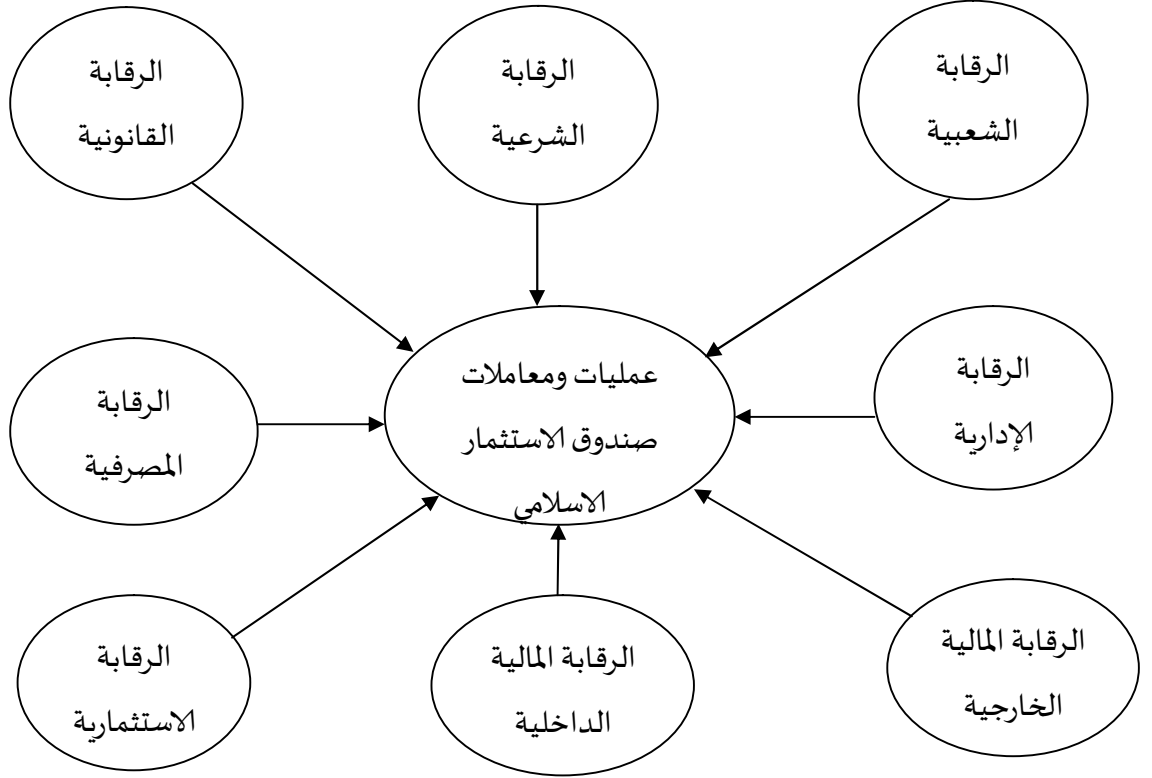
2-6- إدارة الرقابة الداخلية: و تقوم بممارسة الرقابة المالية الداخلية على المعاملات المالية التي يقوم بها الصندوق .

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

2-8- هيئة الرقابة الشعبية: و تمارسها المؤسسات الشعبية.

و ما تجدر الإشارة إليه أنه و لكي تتم هذه الرقابة دون أي تعطيل لأعمال الصندوق الاستثماري يجب ان تتم وفق خطط معينة و ضوابط موضوعية كما يجب أن تحكمها أسس و معايير تستخدم فيها مجموعة من الوسائل و الأدوات بما يتلائم و خصوصيتها.

الشكل رقم (3) مخطط بياني يوضح مختلف أنواع الرقابة على الصناديق الإسلامية.



1-فريد عبد المقصود مبروك - صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوصفي - الطبعة الأولى - دار الفكر الجامعي - مصر - 2017 ص

خلاصة الفصل الثاني:

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم الآليات الاستثمارية الرائجة في الأسواق المالية الدولية باعتبارها أدوات مالية و أوعية استثمارية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار. و مع اتجاه كثير من المؤسسات المالية إلى تأسيس صناديق استثمارية متنوعة، فقد قامت بعض البنوك الإسلامية بإدخال هذه الصناديق ضمن نشاطها الاستثماري و تطوير أعمالها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، دفعت المزايا التي توفرها الصناديق الاستثمارية إلى تزايد إقبال أصحاب الأموال و المدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، مما أدى إلى نموها و انتشارها في الوقت الحالي، و من ثم اكتسبت أهمية كبيرة على الصعيدين المحلي و العالمي.

صناديق الاستثمار عبارة عن كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد و استثمارها شراء و بيع الأوراق المالية المختلفة، حيث تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة و تنظيم محافظ الاستثمارات بشراء و بيع الأوراق المالية لتحقيق أهداف الصندوق.

و من الناحية الاستثمارية تعرف صناديق الاستثمار بأنها إحدى أشكال شركات المساهمة ذات الوضع الخاص، و التي تهدف إلى تجميع المدخرات و استثمارها بصفة رئيسية في شراء و بيع الأوراق المالية نيابة عن أصحابها، لتحقيق عائد أكبر مما تحققه أوجه الاستثمار الأخرى مع تخفيض عنصر المخاطرة.

تهدف صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تجميع أموال المدخرين بغرض استثمارها في الأوجه و المجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على ربح حلال.

و لا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية التي تنشؤها البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية على دور الوسيط بين المدخرين و الشركات الأخرى، او الاستثمار غير المباشر المتمثل في تكوين محافظ لأوراق المالية كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشؤها شركات الاستثمار و البنوك التجارية التقليدية، و إنما يشتمل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ الأوراق المالية و إدارتها وفق ضوابط الاستثمار الإسلامي و على الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الإقتصادي.

يمكن النظر أيضا إلى صناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق و التي تقوم بالعمل فقط و بين المكتتبين فيه، حيث يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضاربة، فتقوم بتجميع حصيلة الإكتتاب التي تمثل دور رأس مال المضاربة، و تعطي للمكتتبين صكوك معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة بإستثماره عن طريق صيغ الاستثمار الشرعية المختلفة، و توزع الأرباح المحققة حسب نشرة الإكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، و إن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أصحاب المال ما لم تفرط إدارة الصندوق، فإن فرطت يقع العزم عليها و ينقسم رأسمال الصندوق إلى وحدات تمثل حصصا شائعة في رأس المال و ذلك ليتلائم وضع المضاربة مع تعدد رب المال فيها، و تحدد ملكية كل مشارك بحسب الحصة المملوكة له على الشيعاء.

و يجوز مساهمة الجهة المنشأة للصندوق أو الإصدار في رأس مال الصندوق و يكون استحقاقها نصيب من الربح بصفتها مضاربا و نصيبا اخر بمقدار مساهمتها في رأس المال، و الاصل في هذه المساهمة من الجهة أو من المشاركين ان تكون بالنقود، و ليس ثمة ما يمنع من تقديم مساهمة عينية على ان تحدد قيمتها. و تقوم العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس عقد المضاربة الشرعية، كما سبقت الإشارة إلى ذلك و يعتبر دور المؤسسة المالية المصدرة لصكوك المضاربة الخاصة بهذه الصناديق دوراً مقيداً بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، فهي تقوم باستثمار حصيلة الأموال المتجمعة لديها في أوجه التوظيف المختلفة ضمن النشاط الاقتصادي المحدد و المتفق عليه ضمن هذه النشرة.

الفصل الثالث

دراسة مقارنة بين صناديق
الإستثمار التقليدية والإسلامية

تمهيد الفصل الثالث:

لقد تناولنا في الفصل الأول دراسة حول صناديق الاستثمار التقليدية ثم تلتمها دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية في الفصل الثاني و في هذا الفصل الأخير من الدراسة سوف يتم إجراء نوع من المقارنة بين هذين النوعين المختلفين و الذين يعتبران من الصيغ الحديثة للإستثمار ووفقا لذلك ستمم المقارنة و كالتالي :

سوف يتم تقديم دراسة حول البنك الخارجي الجزائري ثم دراسة مقارنة في الجانب النظري:

-عموميات حول البنك الجزائري الخارجي.

-مقارنة في الإطار النظري.

المبحث الأول: تمويل مشروع إستثماري للبنك الجزائري الخارجي

يعتبر البنك الخارجي من أهم البنوك التي ساعدت إلى دفع عجلة الإقتصاد الوطني للتقدم، و هو يعتمد أساسا على توزيع الأموال بصفة وسيطة في دوراتها سواء على المستوى الوطني أو الدولية، فالبنوك لديها زبائن يملكون فائض من الأموال و آخرين لديهم عجز فيها.

أصبح بنك الجزائر الخارجي أكثر البنوك التجارية شهرة، فهو يعتبر الرائد من حيث التعاملات مع الخارج خاصة في ميدان الضمانات البنكية و لذلك أوكلت له الدولة مجموعة من الصلاحيات للقيام بمهامه على أحسن وجه.

المطلب الأول: عموميات ول البنك الجزائري الخارجي.

لقد تأسس البنك الخارجي الجزائري في 01 أكتوبر 1967 بمرسوم تشريعي رقم 204-67، لهدف أولي هو التنمية و الإقرارات الإقتصادية و المالية مع باقي دول العالم، و كان استئناف عمل BEA مع :

-القرض الليمومنيفي 01-10-1967.

-المؤسسة العامة SG59 في 01-12-1967.

-البنك المحدود 28-04-1968.

-قرض الشمال 31-05-1968.

-البنك الصناعي الجزائري و البحر الأبيض المتوسط BLAM 31-05-1968.

إن البنية لرأس المال ABE لم يحدد إلا في 01-06-1968، و اكتسب حصريا من طرف مال الدولة، و قدر بمليار (1) دينار جزائري و المقتصر على مساهمة القطاعات الأولية في الحقيبة التجارية للبنك الجزائري الخارجي.

-التطورات التي شهدها البنك الجزائري الخارجي:

منذ 1967 عرف البنك الجزائري الخارجي عدة مراحل، الدور الذي انتقل إليه في البدء غداة تأسيسه كان التسجيل و التطوير في إطار التخطيط الوطني، و كانت التقارير الإقتصادية و المالية للجزائر، و توضيح أن البنك الجزائري الخارجي كان يقوم بأكبر عدد من العمليات البنكية للمؤسسات..

- البنك الجزائري الخارجي تغير و أصبح شركة ذات أسهم في إطار الأمر الخارجي القانوني 1/88 المؤرخ في 17-01-1988 حامل لإستقلاليات المؤسسات، كما أصبح بالتكليف مع تغييرات الاقتصاد الوطني و يلعب الجور التمويلي للإقتصاد نظرا للقانون على العملة و القرض في مختلف طرق التسديد مع مراعاة القوانين الرئاسية و القانون التجاري، فمن جهة يعتبر كشريك في السوق النقدية و من جهة أخرى يعتبر كوسيط في السوق المالية، و في سنة 1991 رأس مال البنك الجزائري الخارجي بستمائة (600) مليون دينار، فأصبح يقدر بمليار و ستمائة مليون (1.600.000.000)، و في مارس 1991 زاد ارتفاعه ليصل إلى خمس مليار و ستمائة مليون دينار جزائري (5.600.000.000)، و في 31 ديسمبر 2009 ارتفع رصيد البنك الجزائري الخارجي ليصل إلى 940.710 مليار دينار جزائري ، و يقدر رأس ماله ب 150 مليار دينار جزائري، في 31 ديسمبر 2016، حيث انه يمثل المرتبة الاولى في الجزائر و الثالثة في المغرب العربي و المرتبة 12 في افريقيا.

-تعريف بوكالة مستغانم 104 ونشاطها: تعتبر من الوكالات التابعة للمديرية الجهوية لمستغانم

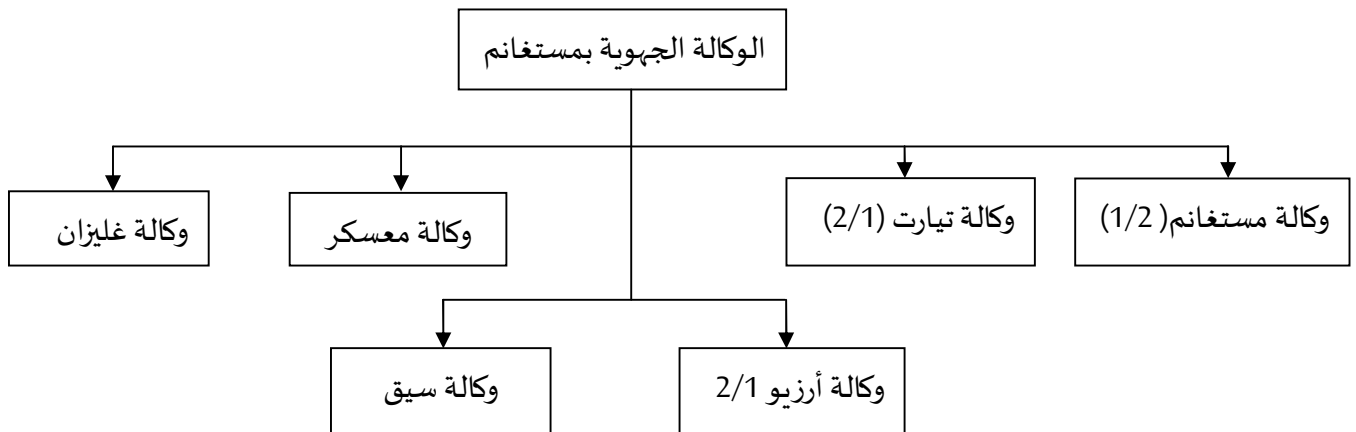
- وكالة مستغانم 104: تأسست سنة 2009 و هذه الوكالة تتعامل مع زبائن اصحاب المشاريع الكبرى، فتقدم لهم قروض قصيرة المدى، مثل: قروض الاستغلال، و قروض الاستثمار.

مهام ونشاط الوكالة 104:

استقبال الودائع المتعلقة برؤوس الاموال من طرف الاشخاص.

منح القروض بكل انواعها، استقبال عمليات الدفع نقدا او عن طريق الشيك المتعلق بعمليات التوظيف و التحصيل، توزيع رؤوس الاموال على الافراد و مراقبة استعمالها، القيام بعمليات اكتتاب للخصم و شراء الاوراق التجارية، تمويل التجارة الخارجية.

الشكل (4) :وكالات البنك:



الجدول رقم (4) : أهم متعاملي البنك الخارجي الجزائري .

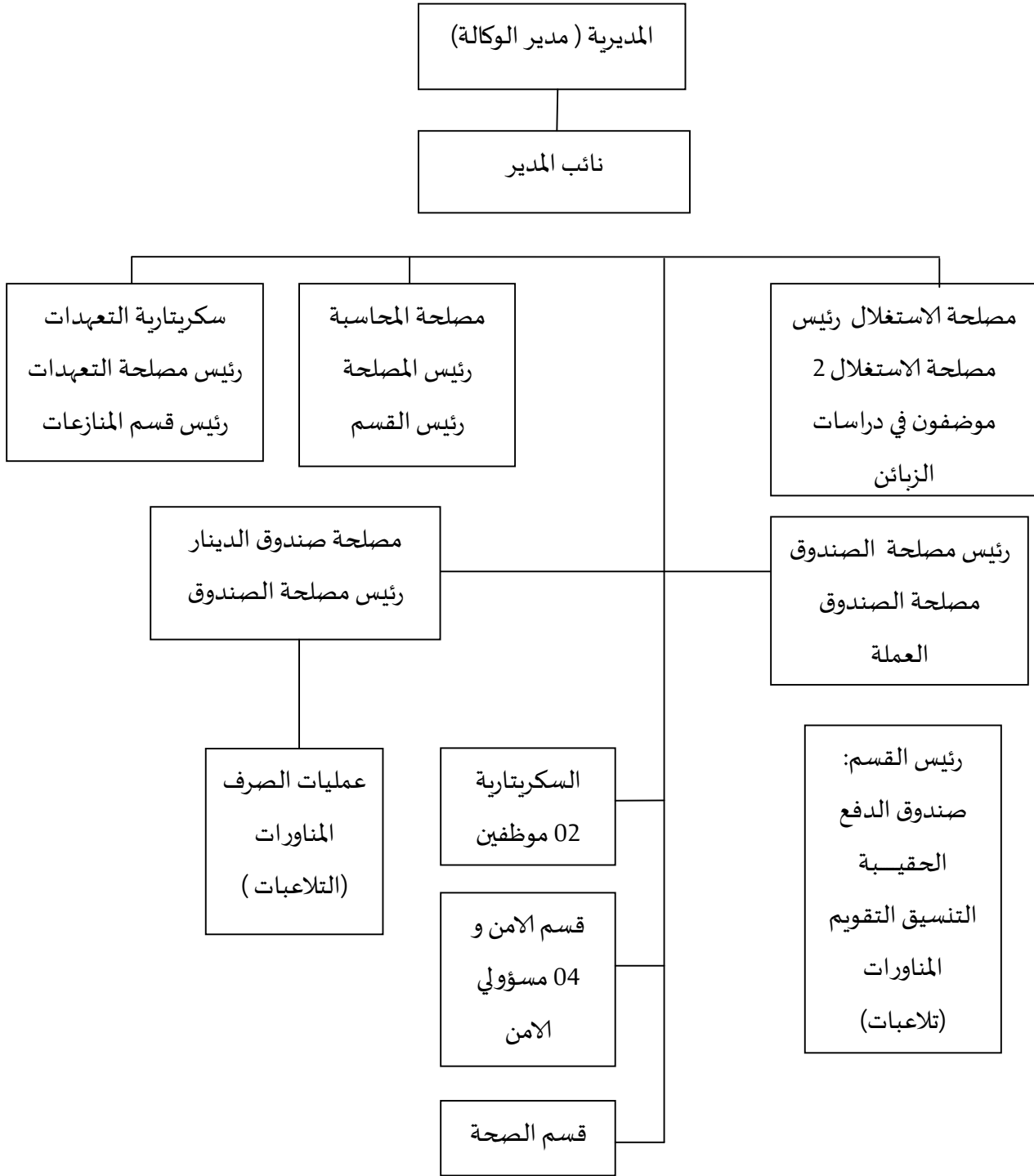
المؤسسات العمومية	المؤسسات الخاصة
شركة نفطال NAFTAL	مجمع ميتيجي للمواد الغذائية METIDJI
شركة سودماك SODMAC	مجمع كويبي لصناعة الأنابيب CABLERIE
صندوق الضمان الاجتماعي لغير الاجراء CASNOS	
شركة التامين CAAT	

وثيقة داخلية

وثيقة داخلية

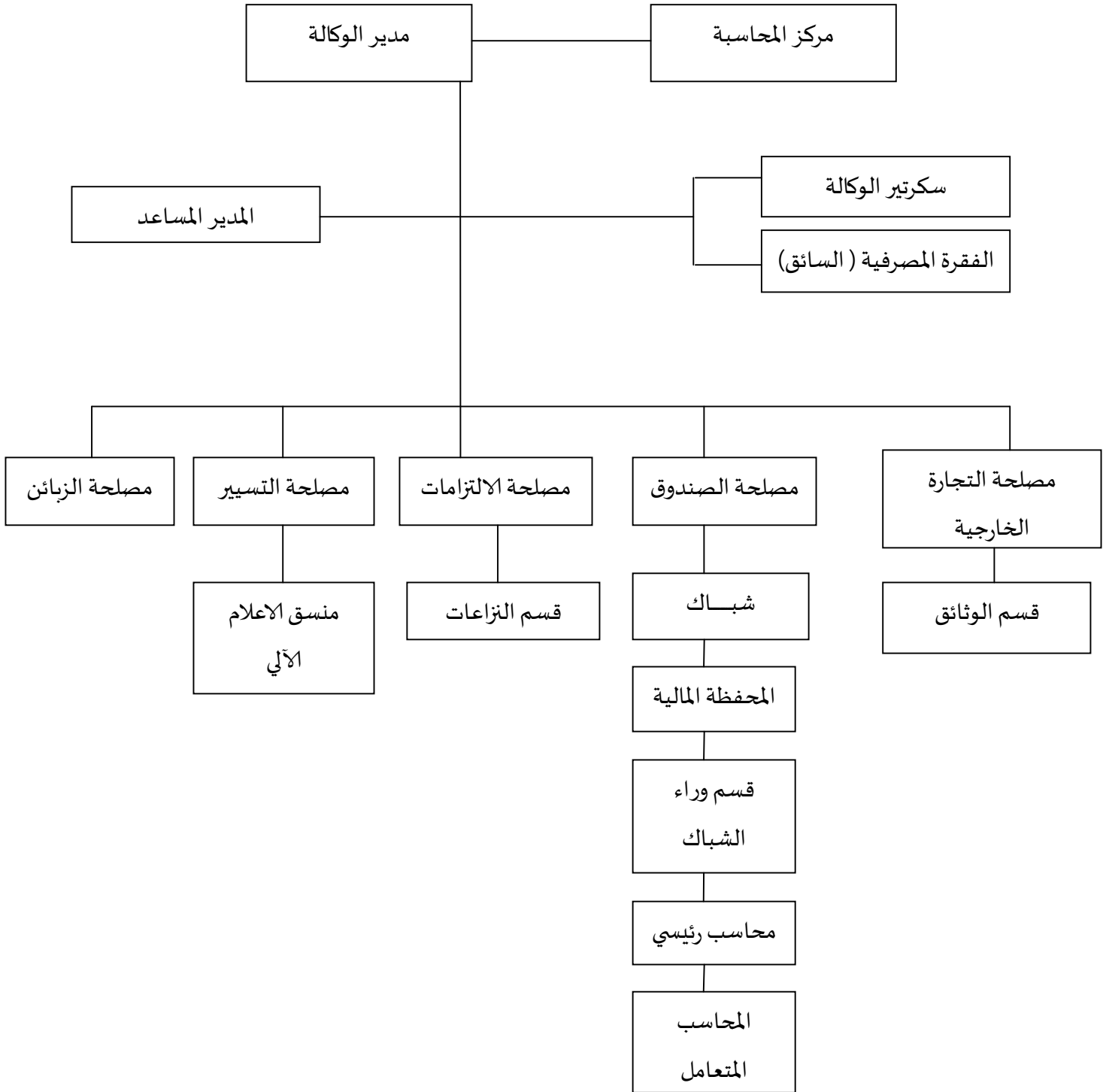
المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للبنك الخارجي الجزائري

الشكل رقم(5)



وثيقة داخلية

الشكل رقم (6) : الهيكل التنظيمي لوكالة مستغانم.



المطلب الثالث : مثال عن تمويل مشروع استثماري .

الفرع الاول : معلومات خاصة بالمصلحة :

- تعتبر نقطة انطلاق لاي عميل يقدم طلب منح قرض .
- تقوم مصلحة الزبائن بالدراسة المفصلة بملف القرض، وتقوم بارسال هذا الملف الى البنك الرئيسي بالجزائر العاصمة الذي يمنح بدوره القرض للعميل.
- تقوم الوكالة بالموافقة على دراسة ملفات قروض الاستثمار وقروض الاستغلال دون غيرها كقروض الاستهلاك.
- فيما يخص مبلغ القرض، اذا كان اقل من 500 مليون تتم الدراسة في وكالة ، اما اذا كان المبلغ يتراوح ما بين 500 مليون ومليار و 400 يحول الملف الى المصلحة الجهوية للدراسة ، واذا فاق مبلغ القرض مليار و400 يوجه الملف الى البنك الرئيسي.
- على البنك ان يكون على دراية بالمشروع المراد القيام به من طرف العميل، حيث يتوجب على العميل توضيح اين وكيف سيصرف القرض الممنوح.
- في حالة تقديم قرض طويل الاجل ليس على العميل تسديد القرض الا بعد مرور السنتين الاوليتين.
- بعد الدراسة المفصلة للقرض في مصلحة الزبائن يحول الملف الى البنك الرئيسي ، يتم تكوين لجننتين الاولى تتشكل من عمال الوكالة والثانية تتكون من عمال البنك الرئيسي لو تكون المقابلة بينهما عن طريق شاشة الكترونية ويتم اعلان الموافقة لاحقا .

الفرع الثاني: مثال عن تمويل مشروع استثماري

1- الدراسة التقنية

المرحلة الاولى : ايداع الملف على مستوى الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب [ANSEJ].

المرحلة الثانية: دراسة الملف.

بعد ايداع الملف على مستوى الوكالة يقوم المكلف بالدراسات بفحص الطلب المقدم من حيث استفااء الشروط حيث ركز على النقاط التالية:

- طبيعة المشروع: مركب متنقل لاجهزة التدفئة والتبريد.
- مدة القرض: 8 سنوات .
- نوع القرض:المطلوب: قام صاحب المشروع بطلب متوسط الاجل بمبلغ 4085744 د ج .

- الغرض من القرض: يتعلق المشروع بالحصول على مركبة متنقلة لأجهزة التدفئة و التبريد حيث تقدر تكلفة المشروع 4085744 د ج منها 1% يتكلف بها صاحب المشروع و المقدرة ب 40857 د ج و 29% تمويل من طرف الوكالة الوطنية لدعم و تشغيل الشباب أي 1184866 اما البنك يساهم ب 70% أي 2.860.021.
- هيكل التمويل: حيث مثل نسبة المساهمة الشخصية و مساهمة كل من البنك والوكالة وهي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5) هيكل تمويل المشروع.

المبلغ	المساهمة	البيان
40.857	1%	المساهمة الشخصية
1,1184.866	29%	الوكالة الوطنية لدعم و تشغيل الشباب
2.860.021	70%	بنك الجزائر الخارجي
4.085.744	100%	المجموع

* WWW.io.hsoub.com

- 2- الدراسة المالية للمشروع:
- قيمة القرض المطلوب: يقوم البنك بتوضيح مجموعة من التعليمات بخصوص القرض المطلوب و المتمثلة في ما يلي:

الجدول رقم (6): قيمة القرض المطلوب.

مورد التمويل	المبلغ	المدة	مدة الإعفاء
القرض	7.085.744	8 سنوات	3 سنوات

وثيقة داخلية

- فاتورة الشكلية: تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالمشروع و المتمثلة في المواد المراد شراؤها.
- الوثائق المحاسبية للمشروع:
 - الميزانية الإفتتاحية.
 - الميزانية التقديرية ل 8 سنوات القرض.
 - جدول حسابات النتائج ل 8 سنوات.

بعد استفتاء مختلف جوانب دراسة الملف تم الرد لصاحب المشروع سيتم منحه شهادة التأهيل، يتوجه المستثمر لإيداع الملف على مستوى وكالة البنك.

المرحلة الثالثة: إيداع الملف على مستوى الوكالة البنكية، يتجه صاحب المشروع لإيداع الملف لدى بنك من البنوك و يكون من إختيار الوكالة.

المرحلة الرابعة: دراسة من طرف البنك

بعد حصول المستثمر على شهادة التأهيل من طرف الوكالة يتجه البنك لإيداع الملف حيث يتكون من :

- طلب منح القرض: يحدد فيها مبلغ القرض، مدة القرض و موضوع القرض بالإضافة إلى الضمانات المقترحة تكون ممضاة من طرف المسير.
- شهادة التأهيل من طرف وكالة التشغيل.
- دراسة تقنية للمشروع مؤشرة من طرف الوكالة.
- فاتورة تشككية .
- شهادة المؤهلات.
- عقد التأجير او الملكية.

يمنح الملف لرئيس مصلحة الزبائن.

الدراسة في مصلحة الزبائن: تقوم هذه المصلحة بما يلي:

- يقوم بتسجيل الطلب في دفتر خاص بالقروض.
- إدخال معلومات القرض على مستوى برنامج الإعلام الآلي في البنك.
- البرنامج يقدم لنا رقم تسلسلي للملف.
- يتأكد رئيس المصلحة من ان صاحب الملف ليس لديه التزامات مع بنوك اخرى، وهذا من خلال ارسالية للمركز الوطني للاخطار.
- دراسة تقنية للقرض و هذا خلال فترة محددة لا تتجاوز 15 يوما.
- تقديم الملف إلى لجنة القروض في وكالة البنك.
- تقوم لجنة القروض بتحرير الراي في الملف بعد إنهائه.
- تحويل الملف إلى مصلحة الالتزامات من اجل المتابعة.

مصلحة الالتزامات: تقوم بما يلي :

- التأكد من ان ملف العميل تام من خلال الوثائق التالية :
- السجل التجاري.
- بطاقة الرقم الجبائي .
- شهادة الامتيازات الضريبية من مصلحة الضرائب .
- الموافقة على القرض .
- اعداد جدول اهتلاك القرض.

المرحلة الخامسة:

بعد الحصول على الموافقة البنكية يتم العودة إلى فرع الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب مرفقا بوثائق اخرى.

المرحلة السادسة :بعد حصول المستثمر على الموافقة و الحصول على قرار منح الامتيازات الضريبية و الاعانات المالية من طرف الوكالة، و يتم فتح حساب بنكي للمستثمر ليتم ايداع فيه نسبة المساهمة الشخصية و نسبة الوكالة.

و بعد التأكد من ان نسبة كل من المساهمة الشخصية والوكالة موجودة في الحساب، و كذلك التأكد من وجود ضمانات القرض يوضع رئيس مصلحة الإلتزامات امام صاحب المشروع سندات لأمر للامضاء عند كل تسديد، دفع قسط.

المرحلة السابعة :اقتناء العتاد بصك بنكي، يقوم البنك بدفع مساهمته و تسليم صك المورد لصاحب المشروع للحصول على العتاد.

المبحث الثاني: المقارنة في الإطار النظري:

سوف يتم في هذا المبحث دراسة الفروق المنهجية و النظرية لكل من صناديق الاستثمار التقليدية و الاسلامة و القواعد الاساسية التي يقوم عليها كل من هذين النوعين من الصناديق بالإضافة إلى دراسة الأدوات المالية التي تخضع لكل منها و المؤسسات التي تبنتها..

المطلب الاول: الاختلاف النظري بين صندوق الاستثمار التقليدي والاسلامي

مما لا شك فيه ان هناك عدة اختلافات جوهرية تعد قاعدة اساسية لقيام كلا من الصندوقين التقليدي و الاسلامي .

1. القواعد و الاسس التي تحكم عمل صندوق الاستثمار التقليدي: من المعلوم ان اساس قيام المالية التقليدية هو النظام الاقتصادي الراسمالي الذي يقوم على عدة اسس و لعل من بين الاسس المالية التي تتبناها صناديق الاستثمار التقليدية.

1-1-فكرة الفائدة: مما لا شك فيه ان الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية هو مبني اساسا على قيام فكرة الفائدة في تعاملات الصندوق فالملاحظ على صناديق الاستثمار التقليدية انها تستثمر في جميع ادوات الدين بإختلاف انواعها و التي هي بدورها تقوم على فكرة الفائدة.

2-1-التعامل بأدوات الدين: ان الاساس الذي تقوم عليه المالية التقليدية هو التعامل بأدوات الدين و التي هي اساسا مرتبطة بفكرة الفائدة التي تحدثنا عليها سابقا و تتمثل هذه الادوات في السندات باختلاف انواعها بالإضافة إلى ادونات الخزانة و تعتبر هذه الادوات محظورة على المالية الاسلامية و لا يمكن لها استعمالها كأدوات استثمارية في هذا المجال و بالتالي تعتبر أدوات الدين المقترنة بفائدة احد الفواصل بين المالية التقليدية و المالية الاسلامية.

2-القواعد و الاسس التي تحكم عمل صندوق الاستثمار الاسلامي:

هناك العديد من القواعد التي تحكم عمل صناديق الاستثمار الاسلامية نظرا لطبيعتها الخاصة التي تميزها عن غيرها من الصناديق التقليدية و سوف يتم تناولها في ما يلي:

2-1-القواعد الشرعية: هناك عدة قواعد شرعية تحكم عمل الصناديق الاسلامية و هي في الحقيقة تعكس المبادئ التي يقوم عليها النظام الإسلامي و هي :

- استخدام كافة الثروات طبقا لأحكام الشريعة الاسلامية .
- عدم الحاق الضرر بأحد اطراف العقد دون غيره.
- لكل من صاحب المال و المضارب حق في الأرباح كما يتم تقاسم الخسائر.
- إذا كان القصد من ابرام العقد مشروعاً كان العقد صحيحاً و الا فلا يتم اللجوء إلى العرف في حالة إنعدام وجود مصدر شرعي بشرط ان لا يخالف العرف المشرع و الاداب العامة.

2-2- القواعد المالية والمصرفية:

2-2-1- عدم التعامل بالفائدة: فأساس عمل صندوق الإستثمار الاسلامي هو عدم التعامل بالفائدة اخذا و عطاء و ذلك من خلال تجنب كل الأدوات المالية التي لها صيغة الدين بالفائدة المالية و هذا هو الفرق الجوهرى بين التعاملات المالية التقليدية و التعاملات المالية الاسلامية.

2-2-2- الالتزام بقواعد الشريعة الاسلامية: تقوم صناديق الإستثمار الاسلامية بتقديم خدماتها في إطار الشريعة الاسلامية فلا تقزم بتوجيه استثماراتها إلى أنشطة تدخل في إطار ما هو حرام كالإستثمار في الشركات التي تبيع الخمر مثلا.

2-2-3- الاخذ بمبدأ المشاركة في الربح و الخسارة: أي ان العلاقة بين العملاء و صناديق الإستثمار الاسلامية يمكن صياغتها على انها علاقة بين صاحب المال و العامل (المضارب) أي ان العلاقة هي علاقة مضاربة و هي من الصيغ الإستثمارية الجائزة شرعا و المطابقة لمبادئ الشريعة الاسلامية.

2-2-4- وجود هيئة شرعية قائمة على الصندوق: إذ انه لا بد من وجود هيئة شرعية لها طابع استشاري و رقابي في نفس الوقت و التي تبث في كافة القضايا التي تخص عمل الصندوق الإستثماري الاسلامي و هذا للحد من الوقوع في مشاكل قد تؤدي به إلى الخروج عن إطاره الشرعي.

2-2-5- حسن إختيار القائمين على إدارة الاموال: فمن المفترض ان تبذل المؤسسات القائمة على هذه الصناديق من أجل إختيار القائمين بإدارة الاموال بما يضمن حسن إدارتها و الحفاظ عليها من الضياع.

المطلب الثاني: مقارنة اداء صناديق الإستثمار التقليدية بأداء صناديق الإستثمار الاسلامية:

1- اداء صناديق الإستثمار الاسلامية: في ما يخص اداء صناديق الإستثمار الموافقة للشريعة الاسلامية فقد حققت صناديق الصكوك في عام 2009 ارتفاعا بنسبة 16.07% مسجلة قفزة نوعية مقارنة بعوائد 2008 بنسبة 10.19% و هذا يعود طبعا بالدرجة الاولى إلى تحسن اوضاع اسواق الدين بشكل عام و سوق الصكوك بشكل خاص و على المستورد العالمي تصدرت صناديق الصكوك ذات العوائد المرتفعة قائمة الصناديق من حيث الأداء مستفيدة من تقارب الفجوة بين عمليات البيع و الشراء و الحقيقة ان الصناديق الاسلامية لم تتمكن من الارتفاع اللافت للاسواق الناشئة و هذا بسبب عدم الإستثمار فيها و التركيز فقد على الاسواق الاقليمية في دول الخليج و على الرغم من ذلك حققت صناديق الاسهم و الاصول المتنوعة المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية في 2009 أداء افضل من سنة 2008 مسجلة عوائد بنسبة 18.48% و 14.07% في المتوسط على التوالي.

و نتيجة لقلة الاستفادة من العوائد المرتفعة في الاسواق الناشئة يبدوا ان الصناديق الاسلامية تعلمت الدرس فعلى الصعيد الصناديق التي تأسست في سنة 2009 ركز معظمها على توجيه استثماراته إلى منطقة اسيا و المحيط الهادى بسبب عوامل جذب متزايدة الاهتمام للمستثمرين و بإعتبار ان هذا الجزء من الخريطة العالمية يشكل منطقة نمو كما ان تركيز الاستثمارات الاسلامية على هذه المنطقة يتعلق ايضا بتطلع المستثمرين بالشرق الاوسط إلى تنوع محافظهم الاستثمارية جغرافيا فالصناديق التي تأسست حتى في ماليزيا اخذت منطقة شرق اسيا توجهها لإستثماراتها و يلاحظ ان عددا قليلا جدا من الشركات و البنوك انشأت صناديق خلال الازمة المالية للإستثمار في اسواق منطقة اليورو و امريكا الشمالية و في مجمل الأمر حققت صناديق الإستثمار الاسلامية في دول الخليج أداء إيجابيا سنة 2009 اذ بلغ العائد 12.5% و هو ما يمثل تحسنا في الأداء مقارنة بعوائد سلبية في العالم السابق بلغت 28.57% حسب ارقام "ليبر".

و قالت "مريم بوطيب" احدى المحللين في ليبر و التي شاركت في إعداد التقرير: "لم تتمكن الصناديق الاسلامية من الاستفادة من الارتفاع اللافت للاسواق الناشئة و هذا راجع اساسا لعدم الاستثمار بقوة في تلك الاسواق و تركيزها على الاسواق الاقليمية في دول مجلس التعاون التي شهدت اوضاعا صعبة خلال الربع الاخير من سنة 2009 بسبب ازمة ديون دبي العالمية".

و سجلت صناديق الاسهم و الاصول المتنوعة المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية الاداء الافضل محققة 18.48% و 14.07% في المتوسط على التوالي خلال عام 2009 و بالمقابل انهدت صناديق العقارات السنة بأداء سلبي محققة خسائر بنسبة 9.76% في حين سجلت صناديق الاتسهم في الكويت اسوء اداء ضمن قائمة الصناديق الاسوء أداء منخفضة بنسبة 23.04%.

و بحسب التقرير فقد تصدر صندوق كام السعودي الفرنسي الفرسان بي ار أي سي ايكويتي تريدينج" قائمة الصناديق الاسلامية من حيث الاداء الأفضل خلال العام حيث حققت نسبة 106.11% مستفيدا من الاستثمار الكبير في اسواق الاسهم البرازيلية و الروسية و الهندية و الصينية.

وقال: "داني مون ساومي" رئيس دائرة بحوث الشرق الاوسط في شركة "ليبر للابحاث" مع إنكشاف اوضاع القطاع العقاري ألى جانب برامج الحكومات الهادفة إلى تنشيط عجلة الإقتصاد فإن دول المنطقة ستنتقل بقوة من جديد و بصورة اسرع من بقية الدول و على الرغم من ذلك فيبدو ان الامر بات اكثر اهمية من أي وقت مضى بالنسبة للمستثمرين في ما يتعلق بإختيار البلد و نوعية الاستثمار خلال الفترة المقبلة .

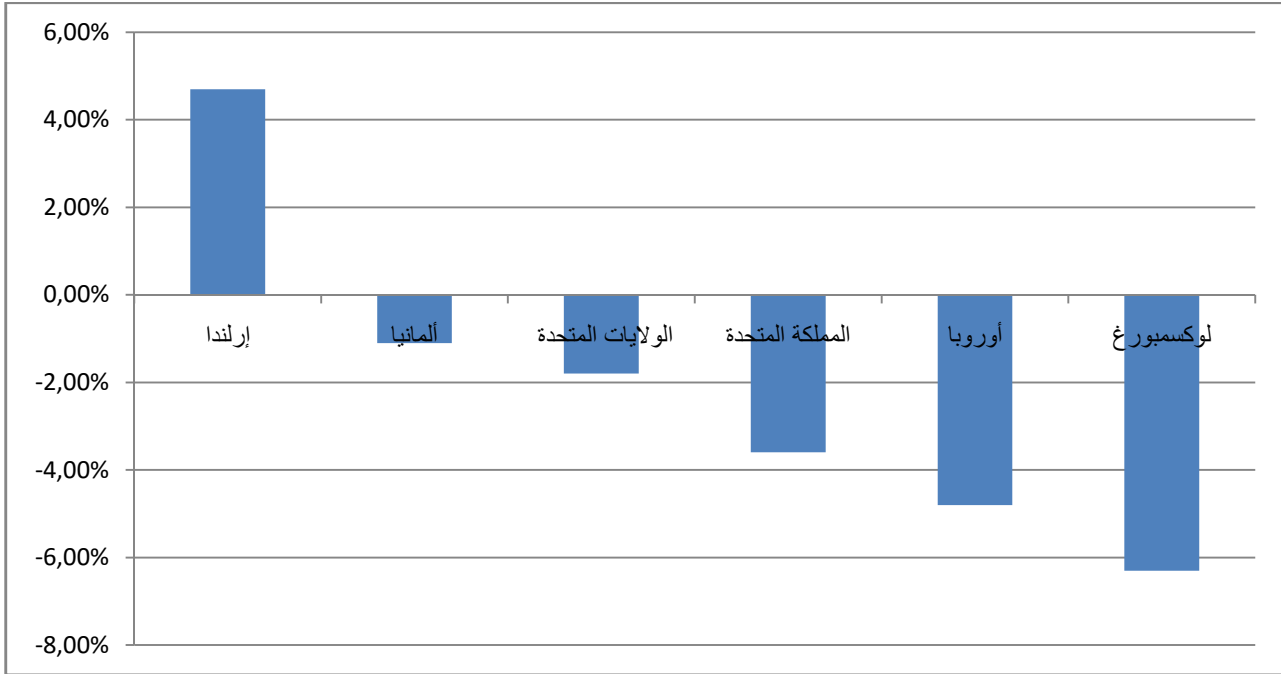
و في السياق يبدو ان السنوات المقبلة تحمل الكثير من الامور المفيدة بالنسبة لمدراء الصناديق و استراتيجيات اختيار الاسهم نظرا لمعرفتهم و خبراتهم بمختلف التحديات التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي و الفرص المتوفرة و بالتالي العمل على توفير عوائد مجزية لمستثمريهم .

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 و أرباح الصناديق التقليدية لكن إذا ما قارنا هذه العوائد و الأرباح مع عوائد و أرباح الصناديق الإسلامية فنجد أن هناك نوع من التذبذب بين هذين النوعين من الصناديق في تقليص خسائرها فإذا ما قارنا عوائد و أرباح 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 ب 36,5% مقارنة ب 12,5% أرباحاً لصناديق الاستثمار الإسلامية أما عن الأداء المالي لصناديق الاستثمار التقليدية في سنة 2010 و حتى سنة 2011 و خاصة في دول الإتحاد الأوروبي فقد عرفت صناديق الاستثمار التقليدية انخفاضاً ملحوظاً في عوائد خاصة حيث بلغت نسبة الانخفاض في الإتحاد الأوروبي 4,8% حيث عرفت الصناديق الفرنسية و الإيطالية أكبر الانخفاضات ب 16,2% و 10,4% على التوالي.

أما بالنسبة لأداء باقي الصناديق الأوروبية فلقد عرفت الصناديق الإسبانية انخفاضاً قدر ب 8,5% في حين عرفت الصناديق الإنجليزية انخفاضاً ب 3,6% و عرفت الصناديق الألمانية أقل الانخفاضات ب 1,1% أما الصناديق الإيرلندية فلقد حققت أرباحاً قدرت بنحو 4,7% أما عن الصناديق الأمريكية فلقد عرفت هي الأخرى انخفاضاً قدر هو الآخر بنحو 1,8% و إذا ما قارنا أداء صناديق الاستثمار الأوروبية بالأمريكية فالصناديق الأوروبية تعد الأسوأ حيث عرفت انخفاضاً قدر ب 4,8% مقابل انخفاض أمريكي بنحو 1,8% .

الشكل رقم (7) : تطور إنخفاض 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 اسيا 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 إيجابية خلال عام 2009 باستثناء 39 صندوقاً استثمارياً في الكويت حيث سجلت خسائر بمعدل 18.13% الأمر الذي يعكس ضعف الأداء في سوق الكويت للأوراق المالية.

وتصدر الصناديق المسجلة في عدد من الأسواق الناشئة قمة تضيف الأداء السنوي بما فيها صناديق الأسهم الروسية حيث سجلت عوائد 159% و صناديق الأسهم الأندونيسية حيث ارتفعت عائداتها 124% و سجلت أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية في ما كان صندوق جي بي ام روسيا إيه إيه سي أفضل أداء ضمن الصناديق المسجلة للبيع في دول مجلس التعاون للعام الماضي محققاً عوائد بنسبة تزيد على 164%، و تم تسجيل 14 صندوقاً من قائمة الـ 20 صندوقاً، ذات الأداء الأفضل و المسجلة للبيع في المنطقة في الأسواق الناشئة و تحديداً في روسيا و الهند و أندونيسيا.

و سجلت الصناديق المسجلة ضمن الصناديق المسجلة للبيع في دول مجلس التعاون انخفاضاً لافتاً خلال الربع الأخير من العام الماضي، حيث سجلت صناديق أسهم الإمارات العربية المتحدة انخفاضاً بنسبة 35% في حين خسرت صناديق أسهم الكويت 17,50% و انخفضت صناديق أسهم الأسواق الخليجية بنسبة 8,44% نتيجة

لتداعيات أزمة ديون دبي على أداء الصناديق السنوي على الأرجح. و بالنسبة 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% و ارتفع صندوق أسهم آسيا و الباسيفيك، باستثناء اليابان بنسبة 62.24%.

و في دول مجلس التعاون الخليجي تصدرت 46 صندوقا من الصناديق المسجلة محليا في المملكة العربية السعودية قائمة الصناديق الافضل اداء حيث حققت ارتفاعا بنسبة 30.44% في المتوسط الذي بلغ 27.54 كأفضل اداء ضمن اسواق المال الاقليمية السبعة، و سجل صندوق اسهم اس اتش سي السعودية، الذي يديره بنك "سعودي هولندي كابيتال"، افضل اداء ضمن الصناديق السعودية محققا 48.32% خلال العام.

و اشار تقرير " ليبر " إلى ان صناديق الصندوق حققت ارتفاعا بنسبة 16.07% خلال عام 2009 مسجلة قفزة لافتة مقارنة بعوائد سلبية خلال السنة السابقة بنسبة ناقص 10.19% و هذا راجع بالدرجة الاولى لتحسن اوضاع السوق، و على المستوى العالمي تصدرت صناديق الصكوك ذات العوائد المرتفعة قائمة التصنيف مستفيدة من تقارب الفجوة بين عمليات البيع و الشراء.

جدول رقم (7): تطور انخفاض OPCVM.

التغير 2011		التغير في 2010		صافي الأصول			نوع الصندوق
بـ %	بالمليار يورو	بـ %	بالمليار يورو	2009-12-31	2009-12-31	2009-12-31	
-19.2%	-537	9.3%	23.7	225.5	279.2	225.5	صناديق الاسهم
-9.2%	-24	1.6%	0.4	236.4	260.3	256.3	صناديق متنوعة
9.5%	0.9	6.3%	-0.1	16.5	15.6	16.6	صناديق الصناديق
13.1%	-8.1	-8.1%	-5.4	53.7	61.8	62.2	صناديق الاموال 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 اخرى
-10.4%	-140.3	-2.4%	-33.6	1206.0	1346.4	1380.0	المجموع

المطلب الثالث : دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة .

تساهم صناديق الاستثمار بتنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب مستثمرين و بالتحديد صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية.

إن الحاجة كبيرة لمثل هذه الصناديق على الخصوص في الدول النامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين في تلك البلدان ، فخاصية التنوع التي تساهم بها صناديق الاستثمار بصورة عامة و صناديق الاستثمار الإسلامية بصورة خاصة و ما يترتب عليها من انخفاض المخاطر من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة و المعرفة بأسواق المال ، و فضلا عن تشجيع محدودي الموارد كي يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم في شركات استثمار ، و التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة مع أسهمها في تكوين تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال فضلا عن تنشيط سوق الأوراق المالية فإن هذه الصناديق تضمن انتظام هذه الحقوق و عدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات على الأوراق المالية ، و ذلك لأن صناديق الاستثمار الإسلامية تناصر بهذه المضاربات بل تعمل على تكوين محفظتها من الأوراق المالية الجيدة ، الأمر الذي يساهم في تحقيق التوازن لعملية سوق الأوراق المالية (1).

1-حيدر يونس الموسوي - المصارف الإسلامية ، أدائها المالي و آثارها في أسواق المالية - الطبعة الأولى - دار الباروري العلمية للنشر و التوزيع - الأردن -

خلاصة الفصل الثالث:

لقد تم في هذا الفصل الأخير من الدراسة لصناديق الاستثمار إجراء نوع من المقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية و الإسلامية و القاء الضوء على نقاط الاختلاف حيث تبين ان كلا النوعين من صناديق الاستثمار تعد اداة تعبئة للإدخار و إعادة توجيه الاستثمار الا انها تختلف في كثير النقاط بإعتبار ان الصناديق التقليدية لا تفيدها تلك القواعد التي تتميز بها الصناديق الإسلامية هذا من حيث الاختلاف النظري، الا انه اذا اسقطنا الضوء على الاداء لكلا الصندوقين فبالرغم من النشأة المتأخرة و الحجم الصغير و العدد القليل، فنجد ان أدائها ينافس اداء الصناديق التقليدية و يتفوق عليها في بعض الاحيان.

نستج من هذا البحث الذي تحدثنا فيه أداة استثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية في العصر الحاضر، و هي صناديق الاستثمار، و قد توصلنا إلى النتائج و التوصيات التالية :

أولا النتائج:

- ان التعريف المختار للصناديق الاستثمار التقليدية هي عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذين يرغبون في استثمار اموالهم، ثم استثمار هذه المدخرات في الاوراق المالية و ذلك من خلال جهة لديها الخبرة في إدارة محافظ الاوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين و المستثمرين و الإقتصاد القومي ككل.
- ان التعريف المختار للصناديق الاسلامية هي: تلك الصناديق التي تتولى تجميع الاموال من المستثمرين في شكل وحدات استثمارية لتقوم بتوظيفها في الاموال الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية مثل: الاستثمار في الاسهم و الصكوك الاسلامية و غيرها.
- بدأت صناديق الاستثمار في الغرب منذ زمن بعيد ثم انتقلت فكرتها إلى العالم الاسلامي، و لكن تزايد عددها في الآونة الاخيرة خصوصا منذ 2004م.
- تختلف صناديق الاستثمار الاسلامية عن صناديق الاستثمار التقليدية في ثلاثة نقاط رئيسية نذكرها:
*تلتزم صناديق الاستثمار الاسلامية بالقيم الإيمانية و الاخلاقية و منها العدل، الامانة، الصدق....الخ في حين ان بعض المعاملات في صناديق الاستثمار التقليدية قائمة على المادية.
*جميع معاملات صناديق الاستثمار قائمة على مواقف الشريعة الاسلامية، في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية باحكام الشريعة.
*جميع معاملات صناديق الاستثمار الاسلامية قائمة على عقود المضاربة و المشاركة و نحو ذلك، في حين ان معاملات بعض الصناديق التقليدية قائمة على نظام الفائدة الربوية .
- هناك انواع عديدة لصناديق الاستثمار سواء صناديق الاستثمار التقليدية و صناديق الاستثمار الاسلامية، حيث تنوع من حيث اهدافها و من حيث تداول و ثائقها، و من حي مكوناتها وفقا لأساليب إدارة محافظها و غيرها.
- الصناديق الاستثمارية لها أهمية اقتصادية كبيرة بالنسبة للمستثمر و بالنسبة للإقتصاد الوطني نلخصها في ما يلي:
* يستفيد المدخر الذي يستثمر امواله في صناديق الاستثمار من الخبرات الإدارة المحترف في تدني مخاطر الإستثمار و الحصول على اقصى عائد ممكن .

*تتوفر الإمكانيات المالية الكبيرة.

*تزايد الدور المحتمل لصناديق الاستثمار كأدوات مالي معاصرة.

*فتح مجالات مالية كبيرة جديدة امام المدخرين لاستثمار اموالهم.

- ان التكييف الشرعي مبني على كونها مضاربة او عند وكالة بأجر او بهما معا.

- لكل من صناديق الاستثمار سواء التقليدية او الاسلامية مزاي و مخاطر عدة و مختلفة.

ثانيا التوصيات:

- يجب انشاء صناديق متوافقة مع احكام و مبادئ الشريعة الاسلامية، فيها خير عظيم في الدنيا و الآخرة و بركة لأموال المستثمرين.
- العمل على نشر الوعي الاستثماري بشكل يكفل الحد من غلواء السلوك الاستهلاكي لدى افراد المجتمع و من ثم تحفيز الرغبة و الميل لديهم نحو الإدخار، و لكي يتحقق هذا الشرط لابد من العمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم لتنشيط حركة الاستثمار.
- توفير القوانين اللازمة التي تحكم وتوضح عمل البنوك.
- نشر ثقافة الاستثمار المالي عبر وسائل الاعلام المالية، و هذا يتطلب توفير مختصين في الصحافة المالية و الإقتصادية يلقي على عاتقهم نشر ثقافة الاستثمار في السوق المالي بين افراد المجتمع بجميع فئاته.
- سن القوانين التي تحمي صغار المدخرين من الشركات توظيف للاموال نظرا لعدم وجود شركات استثمارية مرخصة.

قائمة المراجع:

1-الكتب :

- 1-د منير إبراهيم هندي – أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال – المكتب العربي الحديث – الإسكندرية – طبعة 2003.
- 2-د منير إبراهيم المندي – صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين – منشأة المعارف بالإسكندرية – مصر .
- 3-د عبد الغفار حنفي و آخرون – الأسواق المالية أسواق رأس المال البورصات، البنوك، شركات الاستثمار – الدار الجامعية – الإسكندرية طبعة 2006.
- 4-عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسية – صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الأحكام النظامية – دار النفائس للنشر و التوزيع – الأردن طبعة 2010.
- 5-د أحمد بن حسن أحمد الحسني – صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي – مؤسسة شباب الجامعة – الإسكندرية – 1999.
- 6-د عبد الغفار حنفي – د رسمية زكي قرياقص – الأسواق و المؤسسات المالية – كلية التجارة – جامعة الإسكندرية.

2-المدخلات والمؤتمرات:

- 1-زياد إبراهيم مقداد – بحث مقدم إلى مؤتمر علمي الأول بعنوان الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية المعاصرة – للمنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية في فترة 9 ماي 2005 .
- 2-ساعد مرابط و أسماء بلمهوب – العولمة المالية و تأثيرها على الأسواق المالية الناشئة – الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الاقتصاديات و المؤسسات – دراسة حالة الجزائر و الدول النامية – جامعة محمد خيضر – بسكرة أيام 2، 3، 4 جويلية 2007.

3-الرسائل و المذكرات :

- 1-زهرة مرجحواوي – فتيحة حلايمية – دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية – رسالة ماستر – جامعة تبسة – 2015/ 2016 .

2- جهاد عمور – صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية – رسالة ماجستير – جامعة الشهيد حمدة لخضر – الوادي – 2018/2017 .

3- بوشلاغم نور الدين – دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية – رسالة ماجستير – جامعة وهران – 2013/2011 .

4-مجلات :

1-مفتاح صالح و معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية – مجلة الباحث – جامعة محمد خيضر – بسكرة – الجزائر – عدد 7، 2010.

2-بن أعمار بن حاسين و آخرون – كفاءة الأسواق المالية في الدولة النامية – مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – جامعة الجزائر – عدد 2 – 2013 .

3- حيدر يونس الموساوي – المصارف الإسلامية ، أدائها المالي و آثارها في أسواق المالية – الطبعة الأولى – دار الباروري العلمية للنشر و التوزيع – الأردن -2010.