

صناديق الاستثمار

إعداد

د. محمد علي القري

جامعة الملك عبدالعزيز - جدة

الحمد لله وحده والصلاة والسلام على من لا نبي بعده وعلى آله وصحبه .. وبعد:

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، إلا شاهد بأهمية هذه الصناديق . لم يزد عدد صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية سنة ١٩٤٠م عن ٦٨ صندوقاً حجمها مجتمعة ٥٠٠٠ مليون دولار ، وصلت في سنة ١٩٩٤م إلى ٥٠٠٠ صندوق مسجلاً رسمياً تصل الأموال فيها إلى أكثر من ٢٥ ترليون دولار^٥ .

إن صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم فهي يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين ، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائص إلى دول العجز وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك وجزءاً من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين . وفي المملكة العربية السعودية تسوق البنوك نحو ٥٠ صندوقاً استثمارياً أكبرها جميعاً وأكثرها ربحاً هي الصناديق الإسلامية .

وسوف نبدأ أولاً في التعريف بالصناديق وأنواعها كما هي في العمل المصرفي

التقليدي ثم ننتقل إلى الصناديق الإسلامية .

١- ما هي صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجماً من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنوع والذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار. وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company) تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه. وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم.

٢- نبذة تاريخية:

صناديق الاستثمار قديمة، فهي تعود إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر. وقد عرفت صناديق الأسهم والسندات في بريطانيا منذ سنة ١٨٦٠ م. وفي الولايات المتحدة بلغ عدد هذه الصناديق سنة ١٩٢١ م أكثر من أربعين صندوقاً تتضمن عدة بلايين من الدولارات، نمت نمواً عظيماً حتى بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة سنة ١٩٨٠ م نحو ١٨٠ بليون دولار، ثم تخطى حجمها في سنة ١٩٩٢ م ١٦ ترليون دولار.

٣- ميزات الصناديق الاستثمارية :

أ- التنوع والتركيز:

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم. ولذلك توفر صناديق الاستثمار التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع حتى عند مستوى متدني من المدخرات الفردية 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 . ومن الجهة الثانية فإن من المستثمرين من لا يرغب في التنوع وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال واحد فقط. معلوم إن الودائع المصرفية لا تحقق هذا الغرض إذ إنها أيضاً تمثل محفظة استثمارية متنوعة. ولذلك يكون تحقيق رغبة هذا المستثمر ممكناً عن طريق الصناديق الاستثمارية المتخصصة. ولذلك نجد صناديق الاستثمار المتخصصة التي تستثمر في المعادن الثمينة فحسب.

ب- الإدارة المتخصصة :

يمكن للصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظراً 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 .

ج- السيولة :

تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين . ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة وفي كثير من الأحيان أقل منها عائداً . ومن جهة أخرى فإن السيولة بالنسبة للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف حتى عند التوظيف في الأسهم وما شابهها من الأوراق المالية ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء من رسوم التسجيل وأجور السمسرة . ولذلك يمكن القول أن صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين لا يمكن لهم الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر .

د- الإقتراض (الرافعة):

ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة إقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو

ما يسمى بالرافعة . يمكن لصندوق استثمار للأسهم مثلاً أن يقتض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهماً أخرى . ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار في الأسهم إستطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين. فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان إستثمر مبلغ ١٥٠٠ دولار مثلاً . وهذه من الميزات التي تحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري. ومعلوم أن مثل هذا الإجراء لا يجوز ولكن يمكن تصميم بديل مقبول من الناحية الشرعية ينهض بغرضه ضمن دائرة المباح .

٤- لماذا الصناديق الاستثمارية :

والباعث على ظهور الصناديق الإستثمارية هذا ما سنحاول الإجابة عنه هنا . تنقسم المجتمعات الإنسانية منذ القديم إلى فئتين فئة الفاض وتتكون من أولئك الأفراد الذين يتوافر عليهم مدخرات تفيض عن حاجتهم الآنية ، وفئة العجز وهم الذين يحتاجون إلى أموال لغرض الاستثمار مثل التجار وأرباب الصناعة... الخ.

كانت العلاقة بين هاتين الفئتين في القديم مباشرة ، حيث يتم نقل الفوائض المالية إلى فئة العجز من خلال هيكل العلاقات الاجتماعية القائمة كالقراية والجوار والصدقة والانتماء إلى نفس المهنة أو القبيلة... الخ حيث تكون المعلومات الصحيحة في متناول الفرد كما أن لديه والقدرة على المتابعة والمراقبة والتحصيل بصفة مباشرة .

إلا أن مثل هذا الترتيب كان عاجزاً عن النهوض بحاجات المجتمع بعد أن توسعت النشاطات الاقتصادية وكبر حجم المجتمعات فلم يعد ممكناً للفرد أن يتحقق من صحة المعلومات التي يقدمها مستخدموا الأموال كما لا يتمكن من المتابعة والتحصيل للقروض والمشاركات إلا بتكاليف باهظة . فولدت البنوك التجارية كمؤسسات غرضها الأساس التخصص في التحليل الائتماني وتحقيق اقتصاديات الحجم الكبير في جمع المعلومات وتحليلها فأصبحت وسيطاً مالياً يعزل فئة العجز عن فئة الفائض . فأرباب الأموال ليس عليهم إلا الاطمئنان إلى المؤسسة المصرفية التي يودعون أموالهم لديها القدرة المالية لرد أموالهم إليهم عند حلول الأجل ولا حاجة بهم إلى الاهتمام بالاستخدامات النهائية لأموالهم، ذلك يعود إلى إن المؤسسة المصرفية تضمن الأموال لأولئك المودعين لأنها تحصل عليها على أساس القرض فتستفيد هي من قدراتها الفائقة في جمع المعلومات وتحليلها . فالمخاطرة التي يتحملها المدخر هي مخاطرة البنك فقط أما مخاطرة الاستثمار فيتحملها بصورة مباشرة البنك وحملة أسهمه وليس المدخر .

وجلي أن هذا التطور أي ظهور البنوك التجارية إنما وقع بسبب التكلفة العالية للحصول على المعلومات فكان طبيعياً لما تحسنت سبل الاتصال وارتقت وسائل الحصول على المعلومات وتطورت أسواق المال بحيث أضحى وعاء تتجمع فيه المعلومات الصحيحة والدقيقة والآنية عن أحوال الأسواق ووضع الشركات ... الخ . عند توفر ذلك كله اتجه المدخرون مرة أخرى إلى الرغبة في إلغاء دور الوسيط المالي

(البنك التجاري) والإتجاه مباشرة إلى مستخدمى الأموال أى إلى فئة العجز . إن الفرق الأساس بين إستثمار الأموال فى البنك التجارى وإستثمارها فى أسواق المال هو أن المدخر يتحمل من خلال هذه الصلة المباشرة مخاطرة استخدام الأموال بنفسه ولذلك جاءت الصناديق الاستثمارية لكي توفر لملايين المدخرين هذه الفرصة. فلا غرابة أن نجد أن دور البنوك التجارية فى كثير من دول العالم وبخاصة فى الولايات المتحدة فى إنحسار مستمر منذ عقدين من الزمان ، وظهر الزائد المستمر فى الاستثمارات المباشرة التى يتحمل فيها أرباب الأموال مخاطرة الاستخدام النهائى لأموالهم . وتدل الإحصاءات على أن عدد البنوك التجارية فى الولايات المتحدة سنة ١٩٨٤م كان ١٤٤٩٦ انخفض فى سنة ١٩٩٣م إلى ١٠٩٥٩ فقط أى أكثر من ٣٠%. كما أن نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية كان يساوى ٤٠% فى الولايات المتحدة سنة ١٩٧٣م انخفض إلى نحو ٢٤% سنة ١٩٩٣م.

٥- عمليات الصناديق الاستثمارية :

(أ)- التسعير:

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية فى الصندوق . وتحدد الصناديق الاستثمارية فى نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة. فإذا كانت مغلقة، لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا فى آخر يوم من عمر الصندوق . على أن ذلك لا يعنى أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على

قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين .

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً ، كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا. يسمى يوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار . ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق. فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم إعتد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروقات سعر الصرف أو ما إلى ذلك . فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن. وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر لأن بإمكانه المدير توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشتريها بالسعر السوقي . فهو عندئذٍ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد . وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج . وفي الصناديق ذات الانضباط شرعياً يلزم لتداول الوحدات إن تتحقق شروط منها أن أصول الصندوق لا بد أن تكون أصولاً عينية حقيقية وليست ديوناً أو إلتزامات مالية . ذلك إن التداول هو نوع من البيع لهذه الوحدات فإذا كان ما تمثله ديون قبل تداولها إلى بيع الدين وهو ممنوع لغير من هو عليه بغير قيمته الاسمية.

(ب)- الرسوم على المشتركين :

تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال .

وتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم إبتداءً عند الاشتراك وتسمى (Load - Funds) وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق . بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق . وتربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق (No - Load Funds) وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما إحتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسمسار في السوق .

(ج)- الإسترداد والتداول:

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالإسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة

دورية. أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة. ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في إسترداد أموالهم في يوم التسعير . ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق . ومن الجلي إن هذه السيولة المستبقة لا تدر عائداً للصندوق (أو لا تدر عائداً مجزياً لقصر أجلها) ولذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها . ويفترض أن جزءاً كبير من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه . ولذلك فإن السيولة المستبقة تكون عند الحد الأدنى .

وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه. ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه. ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه فحسب لمن يأتي أولاً وتطلب من الآخرين الانتظار . وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له

(مقابل رسوم محددة) التزاما بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها ، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له .

(د)- رسوم الإدارة :

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته . تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . يقوم المدير عندئذٍ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير . ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها . ويتراوح أيجور الإدارة غالباً بين ١% إلى ٥% من القيمة الصافية . فتزيد أيجور المدير كلما كبر حجم أصوله .

فإذا اعتبرنا المدير وكياً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوماً لصحة الوكالة لأن حكمها حكم عقود المعوضات الأخرى ولذلك يجب أن يكون الأجر معلوماً مقدماً وليس في نهاية فترة الإدارة. وان كان على أساس المضاربة فللمدير أن يحصل على جزء من الربح المتولد من الاستثمار .

(هـ)- الاحتياطات :

وتحتفظ الصناديق عادة بإحتياطات تقطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات . وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة.

٦- أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي :

(أ) ذكرنا سابقاً أن الصناديق الاستثمارية إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل المخاطرة .

قليلون هم الذين يدركون أن البنوك الإسلامية كان لها قصب السبق وفضل الريادة في توطيد هذا الاتجاه . ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي معتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطوراً في الوساطة المالية . فعقد المضاربة الذي أعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية ، لا يجعل المصرف مقترضاً من أرباب الأموال، كما لا يولد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في مكان مدير الأموال ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات من حيث الربح والمخاطرة . ولكنه لا يتولد من تحمل

المصرف للمخاطرة الائتمانية نيابة عن أصحاب الأموال. فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها .

من الجلي إذاً إن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها ، هو نفسه المنطق الذي أعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة .

وبينما أن البنوك التجارية لم تتعرف على أنواع الاستثمارات التي تكون خارج نطاق الميزانية إلا بإداراتها للصناديق الاستثمارية ، فإن نموذج المصرف الإسلامي أعتمد استثماراته لأموال الآخرين خارج نطاق ميزانيته، لأنها غير مضمونة على المصرف وسوف نجد عند استعراض العلاقات التعاقدية بين أطراف هذه الصناديق إنها تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال بعقود شبيهة بالمضاربة، كما هو حال البنوك الإسلامية.

(ب) إن إنشاء بنك إسلامي في بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجوداً ، أو إصدار قانون خاص ودون ذلك كله خرط القتاد . إلا أن إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت باعتبار ما أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية

وشركات الاستثمار . ولما كان هدفنا هو في النهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية ، فبأي وسيلة تحقق الهدف فهذا أمر حسن وإنجاز لا يستهان به ومن هنا فالصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية في مرحلة تطورنا الحالية.

(ج) لا ريب أن البنوك الإسلامية قد نمت وتزايد عددها حتى بلغت مائة أو أكثر من ذلك ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمين لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة . ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف المؤلفة من البنوك القائمة التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين ما لم يكن لها دور مباشر بهذا المشروع ففرص نجاحه قليلة . ولا ريب أن للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في هذا المجال لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري إن يختبر حقيقة ما ندعي من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال من الحرام ويتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ويذوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي والناس أعداء ما جهلوا .

(د) وتتميز الصناديق الاستثمارية على النوافذ في البنوك التقليدية أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك والقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا

تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها وهي بخلاف النوافذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين.

(هـ) ولهذه الصناديق أهمية في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، ذلك أن الانتقال العظيم للرساميل لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية . فهذه الاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا والصين التي تدل الإحصاءات على أنها تقارب ٤٠٠ مليار دولار ، إنما جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة. ليس هذا هو الملفت للنظر بل العجيب أن نجد أموال المسلمين تذهب أولاً إلى مدراء الصناديق في أمريكا وأوروبا لتجري إعادة استثمارها في مناطق العالم بما فيها بلاد المسلمين ولكن بصفة غير مباشرة . ولذلك فإن اهتمام المسلمين بهذه المسألة حري إن يوفر آلية للاستثمار الإسلامي .

٧- العلاقات التعاقدية بين أطراف الصناديق الاستثمارية :

أ- العلاقة بين المدير والصندوق :

صندوق الاستثمار هو مؤسسة ذات تسجيل تتولد عنه شخصية اعتبارية ذات مسؤولية محدودة. وهو يكون على صفة شركة مساهمة محدودة لها نوعين من حملة الأسهم. حملة الأسهم من الفئة الأولى، وهم عدد قليل من الأفراد يحملون أسهماً ذات

قيمة اسمية متدنية (دولار واحد مثلاً)، وحملة الأسهم من النوع الثاني وهم المستثمرون الذين يحصلون على أرباح الصندوق ويتحملون خسائره.

إن حملة الأسهم من النوع الأول والذي تمثل مساهماتهم رأس مال المؤسسة (وهو ضئيل وجد حاجة التسجيل لشركة ذات مسؤولية محدودة)، هم الذين يوقعون عقد الإدارة مع أحد الأفراد أو المؤسسات المتخصصة في مجال نشاط الصندوق.

فمدير الصندوق لا يرتبط بعلاقة مباشرة مع المستثمرين فيه، إذ أن علاقته هي مع الصندوق ذاته الذي يمثله حملة الأسهم من النوع الأول. وهو أجير للصندوق يحصل على أجره مقطوعة لقاء الإدارة.

ب- العلاقة بين الصندوق والمستثمرين :

المستثمرون مساهمون في الصندوق لكنهم لا يباشرون إدارته ولا يقومون بأنفسهم بالمقابلة مع المدير الذي يختار الاستثمارات لهم وإنما يسندون ذلك إلى مجلس إدارة الصندوق والذي يتكون من حملة الأسهم من النوع الأول وهم يقوم بدوره بإسناد ذلك إلى أحد البنوك غالباً. فالصندوق عندئذٍ وكيل عن أولئك المستثمرين وهو يحصل مقابل وكالته على نسبة مئوية من صافي موجودات الصندوق. فهي وكالة بأجر. إلا أن ذلك الأجر لا يكون معلوماً عند مباشرة العمل بل عند انتهائه.

ج- العلاقة بين الصندوق والأمين :

لكل صندوق من هذه الصناديق الاستثمارية، وبخاصة في حال كونه صندوقاً للأسهم أو السندات وديع يسمى باللغة الإنجليزية (Custodian) وهو يحفظ وثائق الصندوق ويدير أمواله ويباشر عمليات البيع فيه والشراء، تودع لديه الفوائض من الأموال والسيولة التي تتحقق من العمليات. وربما حصل الصندوق من الوديع على حساب جار مدين (Regular Over Draft) في الحالات التي يحتاج فيها إلى سيولة قصيرة الأجل. والوديع غالباً أحد المصارف الكبيرة المتخصصة في هذه المسألة. وليس لوظيفة الوديع صفة محددة فرمما شملت جميع ما ذكر وربما اقتصر على جزء من ذلك.

٨- الصناديق الإسلامية :

إن ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات. ويقصد بصندوق الاستثمار الإسلامي هو ذلك الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية. وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب. ولا يقتصر تسويق الصناديق الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يسوقها ويديرها البنوك

التقليدية. وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه البنوك في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها.

وسوف نعرض أدناه لأهم أنواع الصناديق الإسلامية :

أ- صناديق الأسهم الإسلامية :

صناديق الأسهم قديمة تعود إلى العشرينات من هذا القرن إلا أن صناديق الأسهم الإسلامية فإنها لا تعود لأكثر من ٥ سنوات. وصناديق الأسهم العادية هي صناديق يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من إشتراكات المستثمرين إلى شراء مسلة من أسهم الشركات ويختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد. فالصندوق الذي يحقق تفضيلات مستثمرين يرغبون في تقليل المخاطرة، ربما إستثمر في أسهم شركات ذات رساميل كبيرة، قد بلغت حد النضح في قطاعات اقتصادية أساسية ومن ثم يقلل المخاطرة على المستثمرين في الصندوق في الأجل الطويل وان كان العائد على استثمارهم سيكون أقل، مقارنة بصناديق تركز على الشركات الصغيرة الناشئة التي هي في طور النمو والتي سترتب على نجاحها زيادات كبيرة في أسعار أسهمها ومن ثم أرباح عالية للمستثمرين في الصندوق، إلا أنها مرتفعة المخاطرة الأمر الذي قد يعرض مساهمتهم إلى الخسارة الكلية.

ولقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل. يمكن القول أن الشركات المساهمة نوعين، تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تعمل في بيع الخمر... الخ، فهذه لا يجوز المساهمة بها البتة، وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية وفتاوى أفراد العلماء. إلا أن لسواد الأعظم من الشركات هو ذلك الذي يكون أصل نشاطه مباح إلا أنه يمارس في جمال عمله بعض النشاطات أو الأعمال التي لا تجوز مثل أن يقترض بالفائدة أو يودع الأموال لدى البنوك الربوية أختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات فمن قائل لا يجوز الاستثمار فيها إذ لا يختلف حكمها في نظرهم من الأولى. ومن قائل لا بأس من الاستثمار فيها وتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ربح.

لقد أسست صناديق الأسهم الإسلامية على الرأي الثاني، أن يقوم عمل الصندوق عندئذٍ على مبدئين أساسيين، الأول: هو اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة، والثاني: أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، والثالث: أن يتقيد بشروطه صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم) ولضرورة التقييد بشروط الصرف في حالة النقود. ولما كانت الشركات لا

تخلوا من نقود وديون في موجوداتها، أعمل الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير حكم الكل فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم للغالب الكثير لا للقليل وحد القلة الثلث ولذلك إذا كان هذه الديون أقل من الثلث كان الحكم للغالب وليس للقليل. والرابع: أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

ب- صناديق السلع :

ومن الصناديق الإسلامية ما كان نشاطه الأساس شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظراً إلى خصوصية عمل الصندوق، وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وان يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية وليس تمويل العمليات المحلية إذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك. ومن جهة أخرى فإن تطور أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، تتوافر عليها الخبرات والقوة المالية أضحت تلك الأسواق مكاناً مناسباً لعمل صناديق السلع. ويحتاج إلى تمويل مخزونها. والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمونيوم والنحاس والبتروول.

ولصناديق الإستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراء بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة. ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل، أو المربحة، أو السلم وكل تلك صيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.

ب- ١- صناديق المربحة :

تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريق المربحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية. فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل. ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة اشهر. ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه. وجلي إن 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 إشكالاتاً شرعياً إذ إن بيع الدين لا يجوز في الشريعة إلا إلى من هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والغرر. ولذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يؤول إلى بيع الدين الممنوع.

ب-٢- صناديق السلم :

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن. وهو من البيوع الجائزة ومن شروطه إن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة، فلا يجوز في معين ولا فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل، وان يدفع الثمن كاملاً في مجلس العقد، وتحديد أجل ومكان التسليم.

ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت... الخ. تسلم إلى الصندوق بعد ٩٠ يوماً مثلاً. ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه. ولذلك فان الصندوق يدخل في عقد سلم موازٍ أي انه بيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة. أي إن السلم الأول مدته ٩٠ يوماً والثاني ٣٠ يوماً ويحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسواق، ومن الزيادة من أجل الأجل.

ج- صناديق التأجير:

عقد التأجير من العقود التي تقدم إمكانيات تمويلية ممتازة، يمكن إن تكون بديلاً للقروض وتغطي حاجة الممولين دون الاضطرار إلى المعاملات الربوية.

وعقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع كالسكنى بالنسبة للمنزل أو النقل بالنسبة للسيارة... الخ. فهو من هذا الباب عقد بيع للمنافع ولذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من أركان لصحته.

وعقود التأجير في الولايات المتحدة تعد نشاطاً مالياً عظيماً الباعث عليه عندهم الفوائد الضريبية التي تتحقق عندما تقوم الشركة بالاستئجار بدلاً من الشراء أو الاقتراض، والمنافع المالية والائتمانية الأخرى.

ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحياناً العقار، وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية. وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد، وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملاً.

ومعلوم إن عقود الإيجار المالي في الولايات المتحدة من أكثر عقود التمويل تعقيداً إذ تتداخل فيه الأغراض المالية والضريبية والمحاسبية لأطرافه ومن ثم كان التأكد من انضباط هذه العقود بالمتطلبات الشرعية أمراً بالغ الصعوبة.

د- رأس المال "المأمون":

كان البنك الأهلي التجاري رائداً في إيجاد عدد من الصناديق الإسلامية مثل صندوق السلم وصندوق المأمون. وتقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يحبون الجمع من الأرباح العالية، والمخاطر المتدنية.

معلوم إن الأرباح العالية تتطلب تحمل مخاطر عالية لان الربح في النهاية هو

مكافأة عن الخطر. ولكن هل يمكن جمع النقيضين؟

ضوابط استثمار الصناديق ، فقد وضعت مؤسسة النقد العربي بنود وقواعد

لتنظيم الاستثمار في الصناديق تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية فيما يلي

تلك التعليمات :

- يسمح للصندوق باستثمار ما لا يزيد على (١٠%) من صافي أصوله في صندوق

استثمار آخر بشرط ألا تتجاوز تلك الاستثمارات (١٥%) من صافي أصول الصندوق

المراد الاستثمار فيه .

- لا يحق للصندوق امتلاك أو الاستثمار في أكثر من (١%) من رأسمال أية شركة

مساهمة محلية يتم تداول أسهمها في السوق المحلية .

- يجب ألا تتجاوز مخاطر الاستثمار مع طرق مقابل أو مجموعة من الأطراف ذات

العلاقة الواردة نسبة ١٥% من صافي أصول الصندوق .

-يجب ألا تزيد استثمارات أي صندوق في أي إصدار للأسهم أو السندات عن ١% من

صافي الأصول .