

## صناديق الاستثمار الإسلامية "دراسة في المصطلح والبنية والضوابط"

### *Islamic Investment Funds*

#### *(A Study of Term, Structure & Controls)*

\*Abdulrahim El-Sghayer Abdulqader Bahammi

\*\*Asst.Prof.Dr. Abdulmajid Obaid Hasan Saleh

\*\*\*Asst.Prof.Dr. Auwal Adam Sa'ad

---

\* طالب ماجستير بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا. Abdulrahimbahami1988@gmail.com

\*\* محاضر بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا. alamri@iium.edu.my

\*\*\* محاضر بمعهد المصرفية والمالية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا. auwal@iium.edu.my

### الملخص:

مع النمو المتسارع الذي حققته المالية والمصرفية الإسلامية بالجامعة الإسلامية العالمية، ومع الإقبال المتزايد على الأسواق المالية الإسلامية من قبل الممولين والمتمولين، لوحظ اهتمام متزايد من قبل العديد من المستثمرين بصناديق الاستثمار الإسلامي، التي تُعتبر أحد القنوات الاستثمارية التي يلجأ إليها كبار المستثمرين وصغارهم، وهذا الاهتمام يعود إلى الكفاءة الإدارية والأمان النسبي الذي توفره هذه الصناديق. وتتضح لنا أهمية الدراسة في كونها تناولت في طياتها دراسة أبرز محاسن صناديق الاستثمار الإسلامي التي تتيح للمستثمرين العديد من المزايا، لتخضع لدراسة تحليلية دقيقة بالوقوف على مختلف جوانبها. تهدف هذه الدراسة إلى بيان ماهية الصناديق الاستثمارية الإسلامية، نشأتها وأهم ضوابطها الشرعية، باعتبارها أحد الأدوات الرائجة في الأسواق المالية، حيث اعتمد على المنهج الوصفي التحليلي لوصف البيانات الأولية والثانوية المتعلقة بموضوع الدراسة، ومن خلال عرض واقع صناديق الاستثمار الإسلامي خلصت الدراسة أن صناديق المراجعة لا يمكن تداول أسهمها في الأسواق الثانوية كما إن هناك تشابه كبير بين الصناديق الإسلامية والتقليدية؛ وخصوصية الصناديق من حيث التنوع وتجنب المخاطر تتفق مع مقاصد الشريعة من الحفاظ على الأموال والمشاركة الفاعلة وسرعة التداول؛ وهناك بعض الجوانب التي لا تتفق مع الشريعة الإسلامية منها عدم جواز تداول أسهم الصناديق

التي جُل أصولها يتكون من ديون مستحقة، وتوصي الدراسة بتطوير مجال الصناديق الاستثمارية لكونها بديل واعد للأسواق المالية التي يكثر فيها تداول الأوراق المالية وتخضع لشروط نظام تداول ربوي. الكلمات المفتاحية: الصناديق الاستثمارية، الاستثمار الإسلامي، مخاطر الاستثمار.

**Abstract:** *Islamic Investment Funds considered one of the investment channels that large and small investors resorts to. Therefore, Islamic finance and banking have achieved a rapid growth in Islamic and non-Islamic societies. Furthermore, there is an increasing demand for Islamic financial markets by financiers and those who take the funding; there has been an increasing interest by many investors in Islamic Investment Funds. This interest is due to the administrative efficiency and relative safety provided by these funds. Therefore, it becomes evident to us the importance of the study because it clarified the most prominent advantages of Islamic Investment Funds that provide investors with many advantages, to undergo a accurate analytical study by standing on its various aspects. This study aims to clarify the nature of Islamic Investment Funds, their origins and the most important Shari'a controls as one of the popular tools in the financial markets. Moreover, the descriptive and analytical approach used to describe the primary and secondary data related to the subject of the study. The study concluded, by presenting the reality of Islamic Investment Funds, that 'Murabahah Funds' cannot be traded their stocks in the secondary markets. In addition, there is a great similarity between Islamic and conventional funds. From the one hand, the privacy of the funds in terms of diversity and avoiding risks is consistent with Shari'a intends in terms of preservation of funds, effective participation and velocity of money circulation. From the other hand, there are some aspects that are inconsistent with Islamic Sharia, including the inadmissibility of stocks trading funds which the majority of their assets consist of debt owed. Finally, the study recommends developing the field of Investment Funds as a promising alternative to the financial markets in which stock trading are abundant as well as they are subject to the terms of a usurious trading system.*

**Key Words:** *Investment Funds, Islamic investment, Investment Risk*

2021 JGBSE

Article Received 20 January 2021, Revised: 18 February 2021, Accepted 20 March 2021

## مقدمة عامة:

لا تختلف أدوات النظام المالي الإسلامي كثيراً عن الأدوات والخدمات المقدمة في النظام المالي التقليدي، إلا أن الأولى عملياتها تركز على مجموعة من المبادئ الأخلاقية والمعنوية والاجتماعية، لتعزيز المساواة والإنصاف فيما بين المتعاملين، للوصول إلى تحقيق الصالح العام للمجتمع ونبذ ما هو على خلاف ذلك، وحيث أن الاستثمار يمثل هاجساً لكبار المستثمرين وصغارهم، فهو يمثل أحد المتغيرات الأساسية لتحقيق الرفاهية والتنمية الاقتصادية، من خلال جذب الأموال المكتنزة وإدارتها ثم توجيهها للنشاط الاقتصادي. (أمين، 2013)

وعلى الرغم من تعدد وسائل وأدوات الاستثمار الإسلامي المطروحة في الأسواق، إلا أنه غالباً ما يلاحظ عدم قدرة صغار المستثمرين من إدارة استثماراتهم، الأمر الذي ينجم عنه عدم القدرة على تحقيق المتبغى من استثماراتهم وهدر مدخراتهم، علاوةً على ذلك لوحظ عدم استطاعتهم الاستفادة من مزايا التنوع في الاستثمارات، الأمر الذي جعل الكثيرين منهم أمام خيارين، إما الابتعاد عن الاستثمار، أو الاشتراك مع غيرهم لتحقيق ما لم يستطع تحقيقه المستثمرون الأفراد على حدة.

ولما تعددت وتنوعت الأدوات الاستثمارية ومجالاتها لاحظ البعض تزايد المخاطر المنطوية عليها، الأمر الذي أبرز قيمة إدراك فوائد ومميزات كل أداة، ويأتي على رأس تلك الأدوات ما يعرف بصناديق الاستثمار التي تعتبر من أهم صيغ تعبئة المدخرات في عصرنا الحالي، والتي يلجأ إليها أصحاب رؤوس الأموال غير القادرين على توظيف أموالهم، حيث تكمن أهميتها في كونها تتيح العديد من المزايا الفريدة والمناسبة للمستثمرين في أسواق المال، وخاصةً صغارهم الذين لا يمتلكون الموارد المالية الكافية (الساعدي و الاعرجي، 2017)، ونظراً

لهذه المزايا والفوائد، تركز هذه الدراسة على صناديق الاستثمار الإسلامية، ببيان مزاياها ومكوناتها، ومن ثم التدرج نحو أنواعها وأهم المخاطر التي تحول دون استمراريتها.

### - نشأة وتطور صناديق الاستثمار:

يشير العديد من المؤرخين إلى أن ظهور صناديق الاستثمار لأول مرة كان في منتصف السبعينيات من القرن الماضي وتحديداً في هولندا، حيث تم إنشاء فكرة تجميع رأس المال الاستثماري لغرض شراء أصول ومن ثم الاستثمار فيها، وقد وصفت آنذاك بالصناديق المشتركة التي تميزت بكونها نظام متنوع وآمن، صُمم وحُصص لذوي الموارد المتواضعة. ومع بداية الثمانينيات انتشرت هذه الصناديق في جميع أرجاء أوروبا لا سيما في فرنسا وبريطانيا، التي غيرت الهيكل العام للصناديق بوضعها بعض التحسينات واستخدامه للمساعدة في توسيع نفوذ الإمبراطورية البريطانية. ومع نهاية الثمانينيات تم تأسيس أول صندوق مغلق في الولايات المتحدة الأمريكية تحديداً في بوسطن، والذي سمي في ذلك الوقت بصندوق بوسطن للممتلكات الشخصية، كما تم إنشاء أول صندوق مشترك مفتوح في ماساتشوستس عام 1924، الذي تميز آنذاك بإعادة شراء الأوراق المالية من المستثمرين في نهاية كل يوم. (Levitt, 2014)

### - مفهوم صناديق الاستثمار.

تُعرّف صناديق الاستثمار على إنها وعاء استثماري يقوم بعملية جمع الأموال من المستثمرين ومن ثم إدارتها وفقاً لإستراتيجيات مدروسة وأهداف محددة، تضعها الجهة المخولة بإدارة الصندوق لتحقيق الأهداف والأرباح الاستثمارية التي من الصعب على المستثمرين الأفراد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية مواردهم المتاحة، حيث تشمل صناديق الاستثمار على تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية يتم اختيارها وفقاً لمجموعة من

الأسس والمعايير المحددة التي تتفق مع مبادئ الصندوق والأهداف التي أوجد لأجلها، علاوةً على ذلك توفر صناديق الاستثمار العديد من المزايا والفوائد للمستثمر بالصندوق التي من شأنها الحد من مستوى المخاطر الكلية، ودائماً ما تحاول الصناديق تجنب القيود والعوائق التي غالباً ما تقع على استثمارات الأفراد، وبالتالي تعتمد على العديد من أساليب التحوط التي تحقق لها القدرة العالية على التنوع وانخفاض تكاليف بيع وشراء الأوراق المالية، وعليه عادةً ما تتحقق أرباح الصناديق الاستثمارية من الأرباح الرأسمالية، التي يمكن الإشارة إليها على إنها الأرباح الناجمة عن الصعود المستمرة في أسعار الأوراق المالية، فضلاً عن الأرباح الناتجة عن الأوراق المالية التي يتم توزيعها على المساهمين، وعلى خلاف ذلك قد يحقق الصندوق بعض الخسائر في حال انخفاض قيمة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق. (هيئة السوق المالية السعودية، بلا تاريخ)

#### - ماهية صناديق الاستثمار الإسلامي:

لا يختلف المفهوم العام لصناديق الاستثمار الإسلامي عن الصناديق التقليدية، فهي كنظيرتها التقليدية وعاء مالي يساهم فيه المستثمرون بجمع مدخراتهم لغرض الاستثمار وتحقيق الأرباح، ولكنها تختلف في مضمون تعاملاتها وجوهر أدواتها التي يجب أن تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية وتنضبط بضوابطها، حيث يتحصل المشارك في الصندوق على وثيقة تثبت اشتراكه وتأهله للحصول على الأرباح التناسبية في حال تحقيقها، وقد تسمى هذه الوثائق أسهم أو شهادات تخضع دائماً لبعض الشروط الأساسية التي منها ما يلي:-

(Markets, n.d.)

- يتحتم استثمار المبالغ المجمعة في الصندوق سويًا في وقتٍ واحد وفي أعمال مقبولة شرعاً، حيث إنه لا يجب أن ينحصر الامتثال الشرعي على المجالات الاستثمارية فقط، بل يجب أن يشمل العلاقات التعاقدية والشروط والضوابط الداخلية التي تتوافق مع الأسس والمبادئ الإسلامية.

- لا يمكن تأمين رأس المال أو معدل الربح المقترن بالمبلغ المستثمر، فبدلاً من العائد الثابت المرتبط بالقيمة الاسمية، يجب أن يحقق الصندوق ربحاً فعلياً لكي يتم توزيعه على المساهمين تناسبياً، وهنا تجدر الإشارة إلى شرعية الاتفاق على نسبة محددة من الأرباح لصالح المساهم بالصندوق وقت إبرام العقد، ولكن إدارة الصندوق غير ملزمة بالسداد في حال عدم تحقيق ربح فعلي، مع اشتراط عدم ترحيل ما تبقى من النسب الغير مدفوعة من فترة إلى أخرى. وعليه يجب على المشترك قبل دخوله في الصندوق فهم أن العائد على اشتراكه مرتبط بالربح الحقيقي أو الخسارة التي يتحملها الصندوق، فإذا حقق الصندوق أرباحاً عالية فإن العائد على اشتراكه سيرتفع، وفي حالة واجه الصندوق خسارة يتم تقاسمها ما لم تكن الخسارة مترتبة عن التقصير أو سوء الإدارة، مما يجعلها مطالبة ومسؤولة عن تعويضها.

#### - التكييف الفقهي لصناديق الاستثمار الإسلامي:

تم تكييف صناديق الاستثمار الإسلامية على إنحاً من قبيل شركة العنان أو ما يعرف بـ"شركة الأموال"، التي يشترط فيها توفر مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم العلاقة التعاقدية بين مختلف أطرافها، وأحد أهم هذه العلاقات هي علاقة إدارة الصندوق والمساهمين به، التي تكون عن طريق استخدام أحد العقود الشرعية لضمان انضباطها بالأحكام الشرعية. ومن ضمن هذه العقود عقد الوكالة في الإدارة والاستثمار وهو الأسلوب الأكثر استخداماً، حيث ينص هذا العقد على أن تتقاضى المؤسسة المنشئة للصندوق أجره الوكالة التي تخصم من

إجمالي رأس مال الصندوق، كما غالباً ما تعطى هذه المؤسسات مبلغاً إضافياً كحافز عن حسن الإدارة والاستثمار الجيد الذي أدى إلى تحقيق أرباح عالية، ويحسب هذا الحافز على أنه هبة أو تبرع..... علاوةً على ذلك يمكن استخدام عقد المضاربة لضبط هذه العلاقة بحيث يتم اعتبار الجهة المصدرة للصندوق مضارباً، والمشاركين هم أرباب الأموال، هذا بشرط أن يكون للمضارب حصة شائعة من الأرباح يتم الاتفاق عليها مسبقاً وقت الاكتتاب. (الشرعية، التكييف الفقهي لإدارة صناديق الاستثمار، 2013)، أما فيما يتعلق بعلاقة المساهمين فيما بينهم فهي علاقة مشاركة، باعتبارهم يمتلكون حصصاً معلومة من إجمالي وحدات الصندوق، التي تمثل أصول الصندوق ورأس ماله، كما تجدر الإشارة إلى أنه يمكن أن تكون العلاقة بين مؤسسة الإصدار والمساهمين في الصندوق علاقة مشاركة في حال ساهمت المؤسسة بجزء من أموالها بالصندوق. (خليل، 2014) ولا بد من الإشارة إلى بعض الجوانب التي يجب مراعاتها في صناديق الاستثمار الإسلامية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي: - (ISRA، 2011)

- أن تكون المؤسسة الناشئة للصندوق مؤسسة مالية إسلامية حاصلة على ترخيص لمزاولة الأعمال الاستثمارية.

- أن يكون مدير الصندوق شخص ذو خبرة وكفاءة عالية، يحسن التعامل في مختلف الظروف.

- توظيف هيئة رقابة شرعية مستقلة عن الصندوق، وظيفتها التأكد من التزام تعاملات الصندوق بالضوابط والأحكام الشرعية.

- تنظيف أموال الصندوق من الأرباح غير الشرعية المتأتية عن بعض الأخطاء الإجرائية.

- إخراج زكاة الصندوق عن طريق المدير مباشرةً أو المستثمرين بأنفسهم.

## - مكونات صناديق الاستثمار الإسلامي:

تتكون صناديق الاستثمار الإسلامي من مجموعة من العناصر التي يمكن بيانها في الشكل رقم (1)،

وحصرها في التالي: - (داغي، 2019)

1- مؤسس الصندوق: وهي الجهة أو المؤسسة الناشئة للصندوق.

2- مجلس إدارة الصندوق أو "مدير الصندوق": وهو الشخص المكلف بجمع فوائض الأموال،

وإدارتها واستثمارها، ومن ثم توزيع الأرباح عند تحقيقها، علاوةً على تحديد سعر الوحدة الواحدة

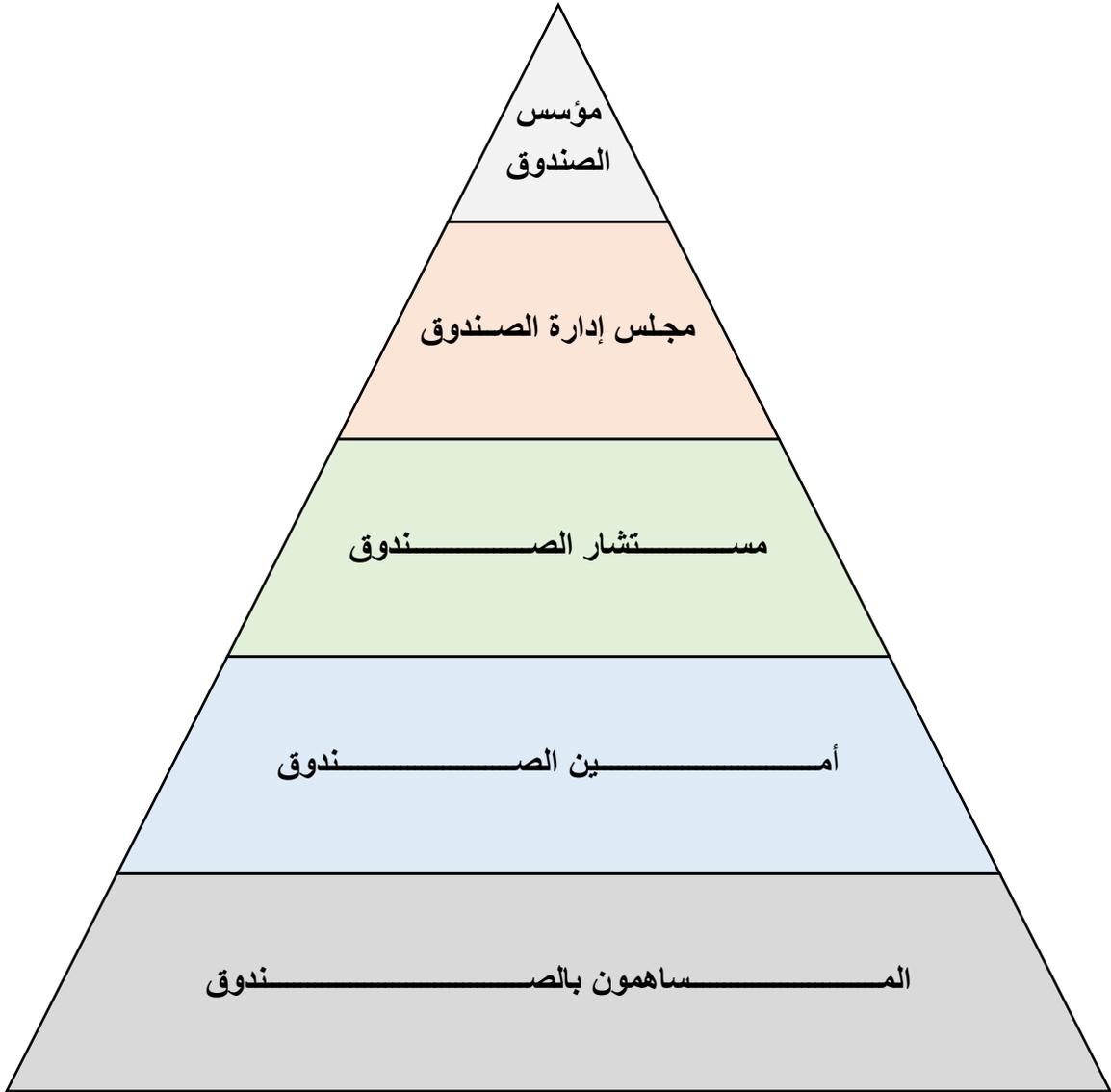
بالصندوق.

3- مستشار الصندوق: وهو الشخص القائم على عملية تحليل بيانات السوق وتقييم الأداء

الاستثماري للصندوق.

4- أمين الصندوق: وهو الشخص المكلف والمسؤول عن الجوانب المالية والائتمانية للصندوق.

5- المساهمون: وهم المستثمرون الذين يشاركون بأموالهم في الصندوق.



الشكل رقم (1)، يبين مكونات صناديق الاستثمار الإسلامي، من اعداد الباحثين.

### - نمط عمل صناديق الاستثمار الإسلامي:

تبنى الفكرة الرئيسية التي تقوم عليها صناديق الاستثمار في عملية الدراسة التحليلية الاقتصادية، التي تقوم بها الجهة الناشئة للصندوق لغرض التأكد من جدوى الاستثمار في نشاط معين أو مشروع معين، فإذا تبين أن هذا الاستثمار مجدي تقوم تلك الجهة بعملية إنشاء الصندوق وإصدار جميع التفاصيل الخاصة بمجال عمل

الصندوق، واللوائح المتعلقة بعملية الاشتراك والاكتتاب فيه، بحيث تتم تجزئة رأس مال الصندوق إلى مجموعة من الوحدات متساوية القيمة وطرحها للاكتتاب، حيث أن عدد الوحدات يشير إلى النسبة المئوية التي يمتلكها كل مستثمر من صافي أموال الصندوق، فضلاً عن ذلك يقوم مدير الصندوق بإشهار سعر الوحدة الاستثمارية الواحدة على أساس يومي أو أسبوعي فيما إذا كان الصندوق مفتوحاً، وهذا يتم حسب اللوائح المنصوص عليها ضمن عقد الاكتتاب في الصندوق، أما عندما يكون الصندوق مغلقاً فإن سعر الوحدة الواحدة لا يتم الإعلان عنه حتى نهاية عمر الصندوق، وبعد جمع أموال المستثمرين تقوم المؤسسة الناشئة للصندوق بعملية الاستثمار في الأنشطة المشار إليها مسبقاً، ومن ثم توزع الأرباح في حال تحقيقها وفقاً للآلية والكيفية المشار إليها في نشرة الاكتتاب، وعليه غالباً ما تحتفظ إدارة الصناديق المفتوحة بقدر معين من السيولة الكافية لعملية استرداد الأوراق المالية من المستثمرين الراغبين في الخروج من الصندوق. (عجوان، 2012)

#### – مزايا صناديق الاستثمار الإسلامي:

تعدت المزايا واشتركت منافع الصناديق الاستثمارية بين المؤسسات المالية الناشئة للصناديق والمساهمين فيها، فمن جانب المؤسسات الناشئة تستفيد بعدم تحملها ميزانية الصندوق، لأن المحفظة كما يسميها البعض لها شخصية اعتبارية مستقلة، الأمر الذي يجعلها خارجة عن ميزانية الجهة الصادرة لها، ففي حال خسارة الصندوق لجزء من رأس المال، لا تتأثر ميزانية المؤسسة بهذه الخسارة، وهذا الأمر يعطي نوعاً من الحرية للمؤسسات المالية لتوسيع عملياتها الاستثمارية بأقل مخاطر ممكنة. (داغي، 2019)

أما من جانب المستثمرين فهي تتيح لهم الاستفادة من الخبرات والكفاءات الاستثمارية للإدارة، التي يقع على عاتقها عملية تحليل بيانات الأسواق والعثور على أوراق مالية مناسبة للاستثمار، علاوة على ذلك يستفيد

المساهمون في الصندوق من عُصر الأمان النسبي، والانخفاض الجزئي للمخاطر، وهذا باعتبار أن رأس مال الصندوق متكون من مجموعة وحدات متساوية، لكل مستثمر حصة تناسبية منها، كما يمكن إضافة ميزة أخرى وهي المرونة التي تعطيها صناديق الاستثمار المفتوحة، والتي تتيح للمستثمرين إمكانية استرداد أموالهم والانتقال للصندوق آخر. (عجوان، 2012، صفحة 9)

#### - أنواع صناديق الاستثمار:

بشكل عام سواء كانت صناديق الاستثمار تقليدية أو إسلامية هناك ثلاثة أنواع أساسية منها، وهي الصناديق المفتوحة، والصناديق المغلقة والصناديق المتداولة في البورصة. فعلى المستوى النظري تشترك كل هذه الصناديق في كونها أدوات توفر للمستثمرين فرص سهلة وهينة التكلفة للاستثمار في تشكيلة متنوعة من الاستثمارات بأهداف محددة، أما من الجانب العملي نجدتها تختلف في بعض النواحي الإجرائية ألا وهي: -  
("COMCEC", 2018)

- يسمح للمستثمرين في الصناديق المفتوحة بيع وحداتهم بشكل مباشر أو عن طريق ممارسة معتمدين من الصندوق، وهذا يجعل الصناديق المفتوحة لا تضع حداً معيناً لعدد الوحدات التي يمكن أن تصدرها، الأمر الذي يتيح للصندوق إمكانية طرح وحدات جديدة لزيادة أصوله ورأس ماله عند الطلب.

- تقوم الصناديق المغلقة بإصدار عدد ثابت من الوحدات الاستثمارية وقت الطرح الأولي، فبمجرد انتهاء الاكتتاب مباشرةً يتم إغلاق الصندوق أمام المستثمرين الجدد، وهذا من شأنه عدم إعطاء المرونة الكافية للمستثمرين وعدم السماح لهم بعملية الاسترداد المبكر قبل انقضاء فترة العقد.

- تنتهج صناديق الاستثمار المتداولة نهج الاستثمار في الأوراق المالية التي تتبع مؤشراً محدداً مثل مؤشر داو جونز، وهذا من شأنه تغيير صافي قيمة أصول الصندوق بارتفاعها وانخفاضها بناءً على تقلبات المؤشر، مما يجعل المؤشر يعكس مكونات المحفظة كما يبين أدائها الاستثماري.

وعلى الرغم من التصنيف الشامل لصناديق الاستثمار الذي يوضح لنا الصورة المبدئية لها، إلا أنه لا يمكننا تجاوز التطرق والوقوف على بعض أنواع الصناديق الإسلامية التي تعتبر أساس هذه الورقة وجوهرها، وفيما يلي سنحاول بيان مختلف أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي حسب طبيعة محافظها الاستثمارية: -

#### 1- صناديق الملكية الخاصة "رأس المال الخاص":

يشير البعض لصناديق رأس المال الاستثماري إلى إنها "صناديق استثمار مجمعة تدير أموال المستثمرين الذين يسعون للحصول على حصص في الأسهم الخاصة في الشركات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم مع إمكانات نمو قوية، توصف هذه الاستثمارات عمومًا بأنها فرص عالية المخاطر ذات عائد مرتفع".

(Chen, 2020)

كما يرى البعض أن هذا النوع من الصناديق يُعد شكلاً من الأشكال الجيدة لتمويل الشركات الصغيرة، حيث يمنح المستثمرون لهذه الشركات القدرة على تجميع رأس المال قبل مباشرة عملياتها التجارية وجمع الإيرادات وجني الأرباح، كما تعد هذه الصناديق من أدوات الاستثمار ذات العائد الجيد والمخاطر المرتفعة، وهذا يعود إلى أن أعمال الصندوق تتمثل في شراء الأسهم الخاصة بشركة ناشئة محددة، يسعى من خلالها المستثمرون إلى أن يزيد حجم الشركة وأصولها وتحقق أرباحاً تعود عليهم بالرفع، كما تجدر الإشارة إلى أن هذه الشركات التي تتلقى استثمارات في رأس مالها الاستثماري غالباً ما يكون لها أفق استثماري طويل، يتيح لها النمو المتسارع جزئياً،

نظراً لأنها تتحصل على التوجيهات المستمرة من إدارة الصندوق المتخصصة بإدارة عمليات الشركة وتحسين أداء محافظتها الاستثمارية. (Chen, 2020)

## 2- صناديق التقاعد "صندوق المعاشات التقاعدية":

صناديق التقاعد هي صناديق يتم إنشاؤها لهدف تغطية استحقاقات التقاعد للموظفين في نهاية حياتهم المهنية، أو عندما يصل الموظفون إلى سن التقاعد (Alwyni, 2020)، كما يُشار إليها على أنها مخطط استثماري يوفر دخلاً تقاعدياً في المستقبل، حيث تبني فكرة هذا المخطط على جمع مساهمات نقدية من الموظفين وأرباب العمل ومختلف المؤسسات الأخرى، ومن ثم وضعها في صندوق يتم توظيف أمواله في محفظة متنوعة الأصول، يديرها مدراء محترفون في مجال الاستثمار، لغرض توفير المعاشات والمزايا التقاعدية للموظفين والأعضاء المساهمين بالصندوق، وتعتبر هذه الصناديق من أكبر الكتل الاستثمارية وأكثرها رواجاً، كما تجدر الإشارة إلى أن الصناديق التقاعدية تنتشر في مختلف البلدان الإسلامية وغير الإسلامية، وتخطى بإقبال عام من مختلف الطبقات المالية، هذا نظراً إلى الدور الادخاري والاجتماعي الذي تقوم به. (writers, n.d.)

## 3- صناديق الاستثمار العقاري.

تعد صناديق الاستثمار العقاري أحد أبرز أنواع التمويل العقاري التي يتم من خلالها الاستثمار المباشر أو غير المباشر في العقارات، وكما تشير هيئة الأوراق المالية الماليزية لصناديق الاستثمار العقاري بأنها "أدوات استثمار تهدف إلى استثمار ما لا يقل عن 50% من إجمالي الأصول في القطاع العقاري، سواء كان ذلك من خلال الملكية المباشرة أو من خلال شركة ذات غرض خاص معظم أصولها حقيقية" (ISRA، 2011، صفحة 531)، كما يُشار إلى أن الحد الأدنى للاستثمارات التي يجب أن تكون في العقار مباشرة يختلف من بلد لآخر

كل حسب اللوائح التنظيمية الخاصة به، فعلى سبيل المثال يشترط على صناديق الاستثمار العقاري السعودية استثمار ما لا يقل عن 75% من إجمالي أصول الصندوق في العقارات المدرة للدخل، أما 25% المتبقية يمكن أن تستثمر في مجالات التطوير العقاري أو مشاريع إعادة التطوير العقاري (مجدلاني، 2017)، وعليه تستند هذه الصناديق على مجموعة من الاستراتيجيات والخبرات الاستثمارية التي تمكن الصناديق من توجيه عملياتها إلى قطاع عقاري محدد، أو تنويع استثماراتها في الأراضي والعقارات السكنية والتجارية التي تمكنها من تحقيق أغراضها الاستثمارية التي يمكن حصرها في التالي:- (السعودية، 2021)

- تملك الأراضي الشاغرة ومن ثم تطويرها وتقسيمها إلى أراضي تجارية وسكنية وحلحلة الصندوق.
- شراء أراضي شاغرة أو مطورة جزئياً لتشييد وحدات تجارية وسكنية لغرض بيعها وإنهاء الصندوق.
- اقتناء عقارات مطورة كلياً لغرض تحقيق تدفقات نقدية دورية.
- شراء عقارات نصف مطورة بهدف إعادة إعمارها ومن ثم تأجيرها.

#### 4- الصناديق السيادية "صناديق الثروة السيادية":

تعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق حكومية ذات أغراض خاصة تصدرها الدولة لتحقيق أغراض اقتصادية بحتة (وسيلة و لطيفة، 2017)، وبعبارة أوضح يمكن القول إن صناديق الثروة السيادية عبارة عن صناديق مملوكة للدولة، تتكون من الأموال التي تجنيها الحكومة والتي أحياناً ما يتم استقطاعها من الفائض الاحتياطي للحكومة، لغرض الاستثمار في مشاريع محلية تنمية تجلب الفائدة للدولة ومواطنيها، كما تعتمد هذه الصناديق في تمويلها على عائدات الموارد الطبيعية للدولة كالنفط، واحتياطيات البنوك المتراكمة، وناهيك عن ذلك تعتبر أموال صناديق الاستثمار السيادية ضخمة نوعاً ما، نظراً للأهداف التي تسعى إليها، وهذا الأمر يجعل بعض

الحكومات ذات الموارد المحدودة تعجز في تمويل مثل هذه الصناديق، وتلجأ إلى استقطاع نسبي من دخول موظفيها لسد هذا العجز. (Author, 2020)

إضافةً إلى ما سبق، تتميز الصناديق السيادية بشروطها الخاصة، وقدرتها العالية على تحمل المسؤولية والمخاطر العالية، ناهيك عن تعدد أنواعها وتصنيفاتها ومسمياتها المتمثلة في صناديق الاستقرار المالي، وصناديق المدخرات - "أموال الأجيال المستقبلية"، وصناديق الثروة السيادية للتنمية الاستراتيجية وغيرها من التصنيفات والمسميات التي تختلف من دولة لأخرى، وبغض النظر عن التسمية أو التصنيف لهذه الصناديق السيادية إلا أنها تجتمع في المضمون وتهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية علناً نتطرق لبعضها فيما يلي: -

- حماية الاقتصاد الوطني والميزانية العمومية من الصدمات الناجمة عن التقلبات المالية والسياسية.  
- تحقيق العدالة الاجتماعية، وضمان التوزيع العادل للثروة لمختلف الأجيال بالادخار والاستثمار للأجيال المستقبلية.

- ضمان الاستقرار المالي ودعم الإنتاجية المحلية، والحد من البطالة.  
- مساعدة السلطة النقدية في ملممة السيولة غير المرغوب فيها وتوظيفها فيما يصب في الصالح العام.

#### 5- صناديق الإجارة:

يتم إنشاء صناديق الاستثمار الإيجارية وتنظيمها وفقاً لعقد الإجارة، حيث يساهم المشاركون في الصندوق بمبلغ مشترك لامتلاك وحدات استثمارية، تستخدم لشراء أصول قابلة للتأجير لمدة طويلة لتولد دخلاً مستقراً، كالسيارات والأجهزة والمعدات وكذلك العقارات كما ذكرنا سابقاً في صناديق الاستثمار العقاري، وتعتمد

هذه الصناديق على الإيجارات كمصدر دخل رئيسي، يتم توزيع عوائده على المكتتبين على أساس تناسبي، باعتبارهم يمتلكون نسبة من الأصول المؤجرة، الأمر الذي يعطيهم حق الحصول على حصة تناسبية من دخل

الصندوق، مع إمكانية تداول حصصهم في السوق الثانوية. (Bakir, Ijarah Fund, n.d.)

#### 6- صناديق المراجحة:

هذا النوع من الصناديق يُنشأ على أساس عقد المراجحة ويستمد دخله من شراء السلع نقداً نيابة عن المكتتبين، وبالتالي يقوم ببيعها آجلاً للعملاء بعد إضافة هامش الربح على التكلفة الفعلية، كما إن صناديق المراجحة تُعد من الصناديق المغلقة التي لا يمكن بيع وحداتها، وبعبارة أبسط تُعتبر من الصناديق غير القابلة للتداول في السوق الثانوية، فكما هو معلوم في عقد المراجحة عادةً ما يتم بيع السلع الأساسية للعملاء مباشرةً بعد شرائها من المورد، حيث يصبح السعر المؤجل ديناً مستحق الدفع من قبل العميل، فضلاً عن ذلك تُعد صناديق المراجحة من الصناديق التي لا تمتلك فعلياً أي أصول ملموسة، وإنما تتكون أصولها من النقد والديون المستحقة الناجمة

عن عمليات المراجحة. (Bakir, Murabaha Fund, 2016)

#### 7- صناديق الاستثمار الوقفية:

صناديق الاستثمار الوقفية هي تلك "الأوعية النظامية المناسبة لإدارة وتنمية الأوقاف بشكل مؤسسي، حيث تتمتع هذه الصناديق بسياساتها الخاصة والشفافية والحوكمة وتخضع للرقابة الداخلية والخارجية" (صحيفة صناديق الاقتصادية، 2021)، والهدف الرئيسي من هذه الصناديق هو تمكين قطاع الوقف من الحصول على مصادر تمويلية مستدامة، من شأنها توفير المزيد من القنوات الغير ربحية كالوقف الصحي، والتعليمي والإسكاني وما

إلى ذلك من المجالات الوقفية، وتعمل هذه الصناديق على استثمار المساهمات الموقوفة لدعم أنشطة المؤسسة الوقفية المالكة للصندوق، لتمكينها من توفير الاحتياجات التنموية والاجتماعية.

كما تعمل الصناديق الوقفية وفقاً للأحكام والشروط المتعلقة باستثمار الأموال الوقفية، حيث تنشأ علاقة تعاقدية بين الواقفين ومدير الصندوق المختص بتسيير الأموال الوقفية مقابل رسوم محددة يتم الاتفاق عليها وقت منحه توكيل الإدارة، ويحظى مدير الصندوق بالاستقلالية والحرية الكاملة في إدارة الأعمال الاستثمارية شريطة مراعاة اللوائح والقوانين التنظيمية للاستثمار الوقفي. (الدخيل و الجاسر، 1435هـ)

#### - المخاطر التي تواجه صناديق الاستثمار:

عادةً ما تواجه أغلب الأدوات الاستثمارية العديد من التحديات والمخاطر التي تحول دون تحقيقها المبتغى الأساسي جراء أعمالها، وصناديق الاستثمار شأنها شأن أي أداة استثمارية أخرى، تتسم بالعديد من المزايا وتواجه مخاطر مختلفة، فكما نعلم أن أي استثمار له مخاطره الخاصة، التي غالباً لا تنطبق على مختلف المجالات الاستثمارية الأخرى، وهذا يبين لنا صعوبة تحديد وحصر مجل مخاطر الصناديق الاستثمارية، نظراً لتعدد أشكالها وصورها واختلاف طبيعة عملها والأسواق الناشطة بها. (خالد، 2020) ويشكل عام، يمكن عرض أبرز التحديات التي تواجه الصناديق الاستثمارية على وجه العموم فيما يلي: -

#### 1- المخاطر والقيود التنظيمية:

تواجه إدارة الصناديق الاستثمارية مخاطر تنظيمية ناجمة عن تغيير اللوائح والتشريعات الخاصة بطبيعة عمل الصندوق، وبالتالي يجب أن تلتزم الصناديق باللوائح التي تضعها الهيئات الإدارية التي تشرف على صناعتها، الأمر الذي يقيد إدارة الصناديق ويجبرها أحياناً على الحد من استثماراتها مما يؤدي إلى تراجع مردوداتها، فعلى

سبيل المثال، يمكن أن تؤثر إصلاحات السياسة الضريبية على الأرباح النهائية للصناديق والمستثمرين الأفراد على حد سواء، بحيث يؤثر أي تغيير في قانون ضريبة الدخل بشكل مباشر على الدخل الذي يعود على الصندوق، وهذا من شأنه تغيير الهيكلية والاستراتيجية العملية للاستثمار. (Website writers, n.d.)

## 2- مخاطر السوق:

تُعد مخاطر السوق من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب، والتي من شأنها التأثير على الأوضاع الاقتصادية ككل، والتي غالباً ما تنتج جراء الكساد أو الظروف السياسية القاهرة، فهذه الظروف لها القدرة على ضعف الطلب وقلته، والمقصود هنا بقلة الطلب، أن تكون القنوات الاستثمارية المعروضة التي توفر العائد والتأثير المناسب أقل من طلب الأسواق عليها، خاصةً في ظل تنافسية الأسواق العالمية، فعند الولوج في تنفيذ مشروع استثماري ما، قد تتضح صعوبة التوصل إلى منافذ استراتيجية مجدية، تمكن من الوصول إلى الأغراض الاستثمارية المستهدفة، وهذا ينتج عنه إحباط بعض المستثمرين والبحث عن مجالات تجارية أو استثمارية أخرى تتناسب مع متطلبات السوق. (سميح، 2019)

## 3- المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر الناجمة عن أحداث غير متوقع في قطاع معين ومجال محدد، فهي غالباً ما تنشأ عن تقلبات في الاقتصاد الجزئي، بمعنى العوامل الداخلية للمؤسسات المالية، وهذه المخاطر تُعد من المخاطر المعقدة التي يصعب التنبؤ بها، ومع هذا يمكن الحد من الآثار الجانبية لها، عن طريق تنويع مكونات وأصول الصندوق. (خالد،

(2020)

#### 4- مخاطر المعلومات:

تتجلى مخاطر المعلومات في عدم القدرة على جمع المعلومات الكافية من أجل تحديد القرار الاستثماري السليم، وهذا غالباً ما يعود إلى عدم استقرار الأسواق وقلة الشفافية والإفصاح بها، كذلك يمكن أن تؤثر الإشاعات والمعلومات الكاذبة على القرارات الاستثمارية للصندوق (خالد، 2020)، وهذا غالباً ما يحدث في الأسواق الناشئة.

وعلى الرغم من تعدد واختلاف المخاطر الاستثمارية التي غالباً لا يمكن أن تنطبق أغلبها على مختلف القنوات والمجالات الاستثمارية، إلا أن صناديق الاستثمار دائماً ما تعمل بجهد للحفاظ على أموال المستثمرين من مختلف المخاطر الاستثمارية التي يمكن التعرض لها، وهذه هي استراتيجية عمل الصناديق الاستثمارية.

وفي الختام، من خلال جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بموضوع الدراسة، تم التوصل إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية لها القدرة على توفير قنوات استثمارية متنوعة من شأنها تحقيق صحة استثمارية على المستوى المحلي إسهوً بالدولي، وقد استنتجت الدراسة مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في التالي: -

- تحظى صناديق الاستثمار بشخصية اعتبارية مستقلة، تُعطي الحرية لمدير الصندوق في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

- توفر صناديق الاستثمار الأمان النسبي للمستثمرين وتحد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر الفرد.

- تعتمد صناديق الاستثمار الإسلامي على نخبة من الكفاءات والخبرات الإدارية لتسيير أعمالها الاستثمارية.

- لا تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية من حيث هيكلها وعملها، إلا أن الأولى تنضبط بضوابط الشرع الحنيف.

- لا تضمن صناديق الاستثمار الإسلامي رأس مال المشاركين، نظراً للعلاقة التي تربط بينهم والتي غالباً ما تكون على أساس الوكالة أو المضاربة.

- يجب إخراج زكاة الصناديق وتطهيرها من الأرباح غير الشرعية.

- يتم الإعلان عن سعر الوحدة الاستثمارية الواحدة بصفة دورية في الصناديق المفتوحة، كما يمكن تداول أسهمها في الأسواق الثانوية.

- لا يمكن تداول أسهم صناديق المراجعة لأنها تعتبر من الصناديق المغلقة التي لجأ أصحابها ديون مستحقة.

- تتبع صناديق الاستثمار المتداولة مؤشر محدد من مؤشرات السوق.

- تساعد صناديق الاستثمار السيادية في تحقيق العدالة الاجتماعية وضمان الاستقرار المالي.

- تختلف مخاطر الصناديق الاستثمارية نظراً لاختلاف طبيعة عملها.

كما إن هناك تماثلاً كبيراً بين الصناديق الإسلامية ونظيرتها التقليدية؛ فخصوصية الصناديق من جانب التعدد واجتناب المخاطر تتلاءم مع مقاصد الشريعة من حيث الحفاظ على الأموال والمشاركة الناشطة في الاستثمار وسرعة التداول، وتوصي الدراسة بتطوير مجال صناديق الاستثمارية لكونها بديلاً واعداً وهاماً للأسواق المالية التي يكثر فيها تداول الأوراق المالية وتخضع لشروط نظام تداول ربوي.

## قائمة المراجع والمصادر

### المراجع العربية:

- الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA. (2011). النظام المالي الإسلامي المبادي والممارسات. ماليزيا: كرسي سابك لدراسة الأسواق المالية الإسلامية .
- السبتي وسيلة، والسبتي لطيفة، (2017)، صناديق الاستثمار السيادية. مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، 2(7)، 4.
- ريا مجدلاي، (2017)، صناديق الاستثمار العقارية، آراء متعمقة حول المملكة العربية السعودية. الرياض، المملكة العربية السعودية: نايت فرانك Knight Frank.
- عبدالله بن محمد الدخيل، و سلطان بن محمد الجاسر، (1435هـ)، الصناديق الاستثمارية الوقفية (دراسة نظرية تطبيقية)، الرياض، المملكة العربية السعودية: جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
- عوايشية محمد أمين، (2013)، صندوق دعم الاستثمار، وهران، الجزائر: جامعة وهران.
- غدير أحمد خليل، (2014)، تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الأردن.
- مجلس هيئة السوق المالية السعودية، (2021)، لائحة صناديق الاستثمار العقاري، هيئة السوق المالية السعودية، المملكة العربية السعودية.
- هيفاء مزر الساعدي، و اشراق صباح الاعرجي، (2017)، صناديق الاستثمار بين أهميتها واغفال المشرع لها، مجلة أهل البيت عليهم السلام، 21(1).
- وليد عجوان، (2012)، صناديق الاستثمار الاسلامي - دراسة وتحليل، المجلة الأردنية في الدراسات الاسلامية(1)، 7.
- القرعة داغي، (2019)، صناديق الاستثمار في المصارف الإسلامية، تم الاسترداد من: <https://cutt.us/bCMew>
- رامي سميح، (2019)، تحديات تواجه المستثمرين لتحقيق الاستثمار المستدام، تم الاسترداد من البيان الاقتصادية: <https://cutt.us/lts6d>

رحمة خالد، (2020)، ما هي مخاطر صناديق الاستثمار؟ تم الاسترداد من تجارنا: <https://cutt.us/BYFvr>

شركة شوري للاستشارات الشرعية، (2013)، التكييف الفقهي لإدارة صناديق الاستثمار، تم الاسترداد من <https://cutt.us/trrsj> :

صحيفة صناديق الاقتصادية، (2021)، ما هي صناديق الاستثمار الوقفية؟ تم الاسترداد من صحيفة صناديق الاقتصادية: <https://cutt.us/XyVXX>

هيئة السوق المالية السعودية، بلا تاريخ، صناديق الاستثمار، تم الاسترداد من هيئة السوق المالية السعودية: <https://cutt.us/apwwt>

### **English References:**

Alwyni, F. A, (2020), Islamic pension funds: The next big thing in Islamic finance, Retrieved from Islamic finance news "IFN": <https://2u.pw/bYDhV>

Author, S, (2020), Sovereign Wealth Fund (SWF). Retrieved from Investopedia: <https://cutt.us/sR6rK>

Bakir, M,(2016), Murabaha Fund. Retrieved from Investment and finance: <https://cutt.us/9PMRB>

Bakir, M, (n.d.), Ijarah Fund. Retrieved from Investment and Finance: <https://cutt.us/5ILzO>

Chen, J, (2020), venture capital funds. Retrieved from Investopedia: <https://cutt.us/slJVz>

COMCEC, S. C. (2018). Islamic fund management, Turkey: COMCEC coordination office.

Levitt, A, (2014), A Brief History of Mutual Funds. Retrieved from Mutual Funds: <https://2u.pw/UMt01>

Markets, I, (n.d.), Islamic Investment Funds. Retrieved from Islamic Markets: <https://cutt.us/Y2kQG>

Website writers. (n.d.). Regulatory Risk. Retrieved from Corporate Finance Institute CFI: <https://cutt.us/Njs61>

Writers, W. (n.d.). What Is a Pension Fund? Retrieved from CFA Institute: <https://2u.pw/BMRmj>