

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق

بعنوان:

الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها

دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق
الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)

من إعداد الطالبة: ربيع بن زياد

نوقشت و أجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	أستاذ محاضر - أ -	د. محمد الجموعي قريشي
مشرفا ومقررا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	أستاذ محاضر - أ -	د. سليمان ناصر
مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	أستاذ محاضر - أ -	د. عبد الغني دادن
مناقشة	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	أستاذة محاضرة - أ -	د. نوال بن عمارة

السنة الجامعية

2012/2011

الصفحة	عنوان الموضوع
III	الإهداء
IV	شكرو وتقدير
VI	مستخلص الدراسة
VIII	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة

الفصل الأول: الصكوك الإسلامية، إطارها النظري وواقعها والتحديات التي تواجهها

01	تمهيد الفصل
02	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية
23	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول عملية التصكيك الإسلامي
54	المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية
92	المبحث الرابع: واقع وتحديات الصكوك الإسلامية
118	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

119	تمهيد الفصل الثاني
120	المبحث الأول: العوائد والمخاطر أنواعها وأدوات قياسها
146	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية
179	المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر
200	المبحث الرابع: علاج مخاطر الصكوك الإسلامية
220	المبحث الخامس: آليات إدارة مخاطر الصكوك
274	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)

275	تمهيد الفصل الثالث
276	المبحث الأول: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان
288	المبحث الثاني: دراسة للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)
298	المبحث الثالث: قياس وتحديد بعض مخاطر الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية
312	المبحث الرابع: محاولة لتحديد الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية
320	المبحث الخامس: محاولة لإقتراح آليات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية
325	خلاصة الفصل الثالث

326

332

344

350

الخاتمة

قائمة المصادر والمراجع

الملاحق

الفهرس

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، إذ تشكل أحد الموضوعات الجديدة التي ظهرت حديثاً في رحاب الإقتصاد الإسلامي، والتي تحتاج إلى تسليط الضوء عليها.

وقد حظيت هذه الأداة بمزيد من الأهمية إبان تنامي وإزدهار المصرفية الإسلامية، ناهيك عن التطورات التي طرأت مع نمو الصكوك وإزدهارها، لذلك أصبحت صناعة الصكوك الإسلامية واقعاً فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، حتى ولّت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وجهها إليها، لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، فضلاً عن الموازنة بين المعضلات الثلاث: الربحية، والسيولة، وقلة المخاطر¹.

وفي هذا الإطار يأتي هذا المبحث من الفصل الأول ليتناول الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها العامة، ومقارنتها مع غيرها من الأدوات المالية التقليدية.

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية

فرضت الصكوك الإسلامية نفسها في سوق الإستثمار في الدول العربية والإسلامية، وبدأت في الإنتشار في الأسواق العالمية، فهي تسد جزءاً من الحاجة لمجموعة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة، قادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث الأدوات.

أولاً- تعريف الصكوك الإسلامية:

1 - مفهوم الصكوك لغة: الصكوك جمع صك، كفلس وفلوس وتجمع أيضاً على صكاك وأصك مثل بحر، وبحور وأبحر وبحار²، وقد ورد المصطلح بكافة مشتقاته في قواميس ومعاجم اللغة. والصك: كتاب وهو فارسي معرب أصله جك، ومن معانيه، وثيقة إعراف بالمال المقبوض، أو وثيقة تتضمن إثبات حق سواء أكان مالاً أو غيره³، وقد عرف المسلمون قديماً الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه، بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من الطعام أو غيره⁴.

2 - مفهوم الصكوك الإسلامية إصطلاحاً:

الصك في الإصطلاح هو ورقة مالية، والورقة المالية تطلق على الأسهم والسندات، وكل صك أو مستند له قيمة مالية.

وتعرف الورقة المالية أيضاً بأنها في الظاهر ورقة مطبوعة عليها بيانات منها إسم مصدرها وقيمتها الإسمية، ولكنها في الجوهر عبارة عن حق والتزام، لصاحبها الحق في الحصول على ما تغله من دخل، وعلى ما لها من قيمة في نهاية مدتها، وعلى مصدرها الإلتزام بدفع ذلك الدخل وتلك القيمة⁵.

وقد جرى في إصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ الصك على الأوراق المالية عموماً بما في ذلك الأسهم والسندات، كما جاء في المادة (9) من لائحة قانون سوق المال المصري رقم (95) لسنة 1992م، لفظ «صكوك

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430هـ-2009م، ص9، بتصرف

² المصباح المنير الصادر مع الكاف، نقلاً عن: محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة بحث مقدمة إلى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي"،

إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م، ص1

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص13

⁴ محمد بن علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى "المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، هيئة المحاسبة والمراجعة

للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008م، ص1

⁵ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص15

الأسهم وصكوك السندات»^{*}، أي أن الصك يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة، لكن ليس ذلك شائعاً، بل الشائع المشهور أن لكل منهما معنى يخصه¹، والفقهاء المعاصرون فضلوا استعمال لفظ الصكوك كبديل عن لفظ السندات وأطلقوها - أي الصكوك -².

وقد تعددت عبارات الباحثين والهيئات والمجالس في الإقتصاد المالي الإسلامي من حيث تحديد مفهوم الصكوك الإسلامية.

- فقد عرفها كل من مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره الخامس بشأن سندات المقارضة بأنها: «أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه»³.
- وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: «الصكوك جمع صك وبشار لها عادة "السندات الإسلامية". يمثل الصك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري»⁴.
- وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلاميّة والتي أطلقت عليها إسم (صكوك الإستثمار)، تمييزاً لها عن الأسهم والسندات، بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»⁵.
- كما عرفها حمزة الفعر الشريف بأنها: «وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه، وذلك بعد تحصيل قيمتها، وقفل باب الإكتتاب، وبدأ إستخدامها فيما أصدرت من أجله»⁶.
- وقد عرفتها نادبة أمين محمد علي، على أنها: «الصكوك عبارة عن أدوات ملكية ولكن قصيرة الأجل صممت لتلبية إحتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات»⁷.
- وعرفها محمد بن علي القرني: «الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري، وتتسم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع، ولا يضمن مصدر الورقة رأس مالها (القيمة الإسمية) ولا العائد إلا في حالة التعدي والتفريط والصك يشبه السهم من حيث كونه يمثل ملكية أصول مولدة لدخل، ويختلف عنه من

* يمثل السهم حصة في رأس مال الشركة، ويمثل السند دين على الشركة، والسهم يستحق أرباحاً من الشركة، ونصيباً من موجوداتها، بينما السند لا يستحق سوى فائدة محرمة شرعاً

¹ عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة ن السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010م، ص5

² أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص16

³ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، جدة، المملكة العربية السعودية، 1408هـ/1988م، ص1809، ومتاح على الرابط <http://www.fiqhacademy.org.sa/qrar/4-5.htm>

⁴ وثيقة بعنوان: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والنصكيك والإستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كولمبور، ماليزيا، جانفي 2009م، ص3

⁵ المبادئ الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الإستثمار، النامة، البحرين، 1431هـ/2010م، ص238

⁶ حمزة بن حسين الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 10-11 جمادى الثانية 1431، الموافق لـ 24-25 ماي 2010، ص3

⁷ نادبة أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، بحث مقدم لمؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات، ماي 2005م، ص984

ناحية أن المخاطر فيه متدنية، وأن العائد قابل للتوقع مثل أن يكون ناتجاً من عقد إيجار لمدة طويلة ونحو ذلك»¹.

ومن خلال هذه التعاريف، نجد أنها متقاربة وتدور حول معنى واحد، رغم اختلاف ألفاظها، ومن ملاحظتها، يتضح إتفاق معظمها في الأمور الرئيسية التي تعبر عن حقيقة الصكوك، من حيث كونها وثائق مالية متساوية، ومن حيث كونها تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب تصدر وفق عقد شرعي.

ويتميز تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة بأمور في غاية الأهمية، لا يتم إعتبار الصك إسلامي بدونها وهي:

أ -تحصيل قيمة الصك: لأن الغاية من إصدار الصكوك الإسلامية، أن يكون وسيلة لتحصيل المال اللازم لنشاط معين، ولا يتم ذلك إلا بعد تحصيل القيمة وبدونها يعتبر الصك، ورقة مالية خالية من مضمونها.

ب فقل باب الإكتتاب: لأنه ما لم يقفل باب الإكتتاب، فإن الصك لا يترتب عليه المقصود منه، إذ القيمة المحددة للمشروع أو النشاط موزعة بالتساوي على عدد الصكوك، ولا بد من تحصيل المبلغ المطلوب ببيع جميع الصكوك، فإن لم يحصل ذلك لم يحصل المطلوب، وقد يؤدي ذلك إلى تأثير قيمة الصكوك، وربما إلى إلغاء الإكتتاب في حالة عدم التمكن من بيعها، إضافة إلى أنها وقت الإكتتاب لا تتمتع بخاصية التداول ولا يمكن الاستفادة من حصيلتها فيما أعدت له.

ج- بدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله: وهو ما يدل على أن حصيلة الصكوك قد تحولت إلى إستثمار حقيقي يؤهلها للتداول، إذ بدونها لا يجوز تداولها، لأنها مازالت نقوداً، فإذا ما تحولت إلى إستثمار حقيقي أصبحت تمثل حصصاً شائعة في ملكية ما أعدت له ويجوز تداولها بعد ذلك².

كما تميزت بعض التعاريف المذكورة أعلاه بإعتبار الصكوك أدوات ملكية قصيرة الأجل، وهو أمر لا يتفق وطبيعة الصكوك، فقد تكون الصكوك قصيرة الأجل، كما قد تكون متوسطة أو طويلة الأجل، ومنها من إعتبرها على أنها تولد دخل دوري، وأنها ذات مخاطر متدنية، وأن عاندها قابل للتوقع، فهذا الإعتبار لا يعم جميع الصكوك الإسلامية، فقد تكون الصكوك متدنية أو متوسطة أو عالية المخاطر، كما قد يكون عاندها قابل للتوقع أو غير قابل لذلك، وفقاً لطبيعة نشاطها الإستثماري³.

ونلاحظ أنه يؤخذ على جميع التعاريف السابقة، عدم ذكرها فكرة التصفية والتي على أساسها يتم إطفاء الصكوك وإسترداد قيمتها، وعليه إنهاء صفتها الإستثمارية، والتي تعكس في نفس الوقت آجال الصكوك، وتعتبر من أهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية عن الأسهم.

وعليه، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الإشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي أرباح وخسائر موجودات مشروع إستثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الإستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد.

¹ محمد بن علي القري، كيف تتوافق الصكوك، مرجع سابق، ص 1

² حمزة الفجر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 2-3

³ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19

ثانياً - فكرة الصكوك الإسلامية (مبدأ عمل الصكوك الإسلامية):

يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بدلاً عن السندات التقليدية المقترنة بمعدل الفائدة، حيث تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) أي المشاركة في الربح والخسارة، والذي يعتبر أساس الإستثمار الإسلامي على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة، ونظام الوحدات الإستثمارية في صناديق الإستثمار¹، إلا أن الصكوك الإسلامية تصدر وفق أي صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، كالإجارة والسلم، والمشاركة والمضاربة وغيرها، ويسمى الصك الإستثماري بالصيغة التي يطرح بها².

وتتولى الشركة ذات الغرض الخاص عملية إصدار الصكوك اللازمة للتمويل، وتطرحها للإكتتاب العام أو الخاص للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والتداول والهبة والإرث وبعض الحالات في الإدارة، ونحو ذلك من المعاملات في الأسواق المالية، وقد تكون جهة إصدار الصكوك أحد المصارف الإسلامية، أو أي بيت تمويل إسلامي أو حكومة أو شركات، وذلك من خلال إنشائها الشركة المشار إليها وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي تنشأ فيها³.

وتجدر الإشارة أن أهداف الصكوك الإسلامية تتمثل في هدفين رئيسيين هما:

1 - الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره، وذلك من خلال «عملية التصكيك»: وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل موجودات الحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك، وعرضها في السوق لجذب مدخرات لتمويل المشروعات خاصة منها طويلة الأجل؛

2 - جمع رأس مال لتمويل إنشاء مشروع إستثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حسيبة الإكتتاب فيها رأس مال المشروع⁴.

المطلب الثاني: رصد تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية

إن مما لا شك فيه أن الإحاطة بالعوامل التاريخية المصاحبة لأمر أو شخص ما...، يسهل على المستمع أو القارئ ويختصر عليه وقتاً وجهداً في تشكيل صورة مبدئية عنه. لأجل ذلك نحاول من خلال مايلي، التحدث عن بدايات العمل بالصكوك الإسلامية، كيف كانت فكرة الدراسة النظرية، ثم تحولت إلى تطبيق عملي ومشروع تنفيذي.

إذ يلاحظ الدارس تبايناً واختلافاً كبيراً حصل بين الباحثين في تحديد تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية، وأصل العمل بها، منهم من يعتبرها تقليداً لغيرها، وآخرون يعتبرونها بداية جديدة ذاتها، وللتفصيل في هذا الخلاف وتحديد بعض الأمور والحديث عن تاريخ الصكوك الإسلامية يقتضي التفصيل في محاور عدة وأهمها:

1- الصكوك الإسلامية باعتبارها أسلوباً تمويلياً مطبقاً لدى البنك الإسلامي الأردني، وفكرة معتمدة لدى وزارة الأوقاف الأردنية؛

¹ حسين حسين شحاته، المعالجة المحاسبية للصكوك الإسلامية، ورقة بحث متاحة على: <http://www.kantakji.com/figh/files/morkets/F242.doc>، تاريخ التحميل: 12/12/2010، ص4

² أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1426هـ/2005م، ص26

³ حسين شحاته، المعالجة المحاسبية للصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص4

⁴ أشرف دوباه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص27-28

2- الصكوك الإسلامية باعتبارها خروجاً عن مبدأ ضمان حد معين من الربح (إلى جانب ضمان رأس المال بطبيعة الحال) والتي هي عماد فكرة السندات التقليدية ذات الفائدة الثابتة أو المتغيرة، ومشاركة الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية في الأرباح والخسائر؛

3- الصكوك الإسلامية باعتبارها أسلوباً تمويلياً مطوراً للعمل بعقود صيغ التمويل الإسلامية المعروفة في الفقه الإسلامي.

أولاً- المحور الأول: تعد المملكة الأردنية الهاشمية -بهذا الاعتبار - الأولى تأصيلاً للصكوك الإسلامية وتطبيقاً لها¹، تحت إسم "سندات المقارضة"، التي تعتبر اليوم إحدى أنواع الصكوك الإسلامية، وذلك قبل ماليزيا (1983م)، ويمكن القول بأن الصكوك الإسلامية التي وجدت في دول أخرى فيما بعد ترجع في كثير من مضامينها إلى فكرة سندات المقارضة، والتي نبتت فكرتها أثناء وضع قانون البنك الإسلامي الأردني بهدف أن تكون من الأدوات التي يمكن إعتقادها من البنك للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى².

وقد تم تعريفها في مشروع قانون البنك الإسلامي المؤقت رقم (13) لسنة 1978م*، بناءً على فكرة الدكتور سامي حسن حمود أحد المشاركين في وضع مشروع القانون.

وقد كان مقصود تقديم فكرة سندات المقارضة أسلوباً تمويلياً معتمداً لدى البنك الإسلامي الأردني إيجاد البديل الشرعي للسندات التقليدية، التي يمكن للبنوك إصدارها على أساس الفائدة المحددة، أو العائمة، وبعدها كانت وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية المحطة الثانية في طريق سندات المقارضة، فقد عرض سامي حمود فكرته على الوزارة، بهدف إعتقادها كأسلوب مناسب وشرعي لسد الإحتياجات التمويلية وإعمار الممتلكات الوقفية وتحديثها، وبهذا الخصوص تشكلت لجنة متخصصة لدراسة الفكرة شرعياً**، وفقهياً وتطبيقياً، وآلت المناقشات المطولة إلى إعتقاد سندات المقارضة أسلوباً تمويلياً، وصدر بشأنها قانون خاص مؤقت، يحمل رقم 10 لسنة 1981م***، وقد عرضت هذه السندات عند إجتماع مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورته الثالثة عام 1986م، وتم الإطلاع على الأبحاث المقدمة في نفس الموضوع لعدد من الباحثين منهم: «سامي حمود، عبد السلام العبادي، منذر قحف، حسين حامد حسان، الشيخ مختار السلامي، الصديق الضرير، علي السالوس، حسن الأمي، رفيق المصري، والقاضي محمد تقي العثماني والشيخ عبد الله بن منيع ... وآخرون»، وأوصى بترحيل بحث هذا الموضوع والبت فيه إلى دورته القادمة، وهذا ما كان ، وبعد بحث مستفيض من المجمع في دورته الرابعة بجدة سنة 1988م، أصدر قراره الذي حمل رقم (5/8/88) حيث كان أول قراراته، طرح الصيغة المقبولة شرعاً للصكوك الإسلامية وبعد صدور هذا القرار من مجمع الفقه الإسلامي، أصدر البنك الإسلامي للتنمية**** شهادات إستثمار تمثل ملكية المستثمرين³، ثم توالى بعد فترة صدور أنواع متعددة من الصكوك وفق بقية صيغ التمويل الإسلامية، إلى أن توجت بإصدار

¹ عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة و أحكامها في الفقه الإسلامي - دراسة مقارنة تطبيقية -، ط1، دار الفنايس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1426هـ-2006م، ص88-89

² علاء الدين زعتري، الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية... تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، عمان، الأردن، 18-19/07/2010، ص14

* ناقشت لجنة الفتوى الأردنية مواد القانون المذكور في الفترة ما بين 20 رجب/28 رمضان عام 1337هـ الموافق ل 16 جويلية 1977، وصدر القانون المؤقت رقم 13 لسنة 1978، للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، ونشر في الجريدة الرسمية للمملكة الأردنية، عدد رقم 2771، بتاريخ 24 ربيع الثاني عام 1398هـ الموافق ل 1 نيسان 1978م

** يقصد بدراسة الفكرة شرعياً، مدى مشروعيتها من عدمها، أما الدراسة الفقهية تعني التوصيف الفقهي لجميع المراحل النظرية والتطبيقية.

*** نشر في الجريدة الرسمية الأردنية رقم 2992، بتاريخ 11 جمادى الأولى 1401هـ الموافق ل16 مارس 1981م

**** هو بنك الحكومات الإسلامية، أنشئ لقناعة الدول الإسلامية بضرورة وجود مؤسسة دولية مالية، مختصة بالتنمية والاستثمار، تستمد أصولها من المبادئ الإسلامية، وتكون مؤشر على وحدة إسلامية.

³ عمر جبر إسماعيل، سندات المقارضة، مرجع سابق، ص89-90، بتصرف

صكوك الإجارة التي طرح فكرتها لأول مرة منذر قحف في الطبعة الأولى من كتابه (سندات الإجارة والأعيان المؤجرة)¹ عام 1415هـ/1995م.

ثانياً - المحور الثاني: وهي بهذا الاعتبار صيغة مطروحة منذ أمد بعيد، فقد عرف الغرب هذه الصيغة من التمويل، وبصرف النظر عن الهدف من وراء اعتماد أسلوب المشاركة في الربح والخسارة منهجاً تمويلياً إقتصادياً كان أو غيره، فقد عرف القانون الغربي أسلوبين لتمويل المشاريع، يتأثر فيها مقدم المال (المستثمر) بمدى نجاح المشروع أو فشله، ولا يحصل على فائدة ثابتة من المشروع.

1 - الأسلوب الأول: سندات المشاركة، وفيها تتأثر العوائد (الفائدة العائدة)، وحتى رأس المال، بنتائج المشروع، إذا كانت السندات مشاركة في الربح والخسارة، وتتأثر العوائد فقط إذا كانت سندات مشاركة في الربح فقط دون الخسارة.

2 - الأسلوب الثاني: قروض المشاركة، حيث تقدم الدولة أو البنوك أو مؤسسات الإقراض أو غيرها، قروضاً تمويلية لمشاريع، تشارك هذه القروض في الأرباح والخسائر، وفي المقابل ونتيجة تحملها مخاطر الخسارة تستحق هذه القروض المشاركة حصة أعلى من الربح، وربما منحت فائدة ثابتة إلى جانب حصتها من الأرباح.

وهذه القروض بهذه الصورة درجة وسط بين الأسهم والسندات العادية، فالمقرض ليس له لكما للمساهم من حقوق، كالتصويت أو الإدارة...، و بذلك فهو يعتبر مقرضاً عادياً، إذ يؤخر سداد قرضه إلى ما بعد سداد الدائنين الممتازين والعاديين.

طبق هذا الأسلوب من المشاركة في عدد من البلدان الأوروبية مثل فرنسا وهولندا وغيرها، لوجود إمتيازات توفرها هذه القروض، ولا توفرها القروض العادية، وقد يلجأ بعض المستثمرين الذين هم مقرضون في الأصل إلى إقراض غيرهم مبلغاً من المال، على أن يقاضى نسبة معينة من الأرباح بدلاً من فائدة ثابتة، تهرباً من تحريم الفوائد الربوية.

ثالثاً - المحور الثالث: وبهذا الاعتبار فإنه يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية خاصة المطبقة في البنك الإسلامي الأردني في شكل صكوك المقارضة والتي سميت سندات المقارضة آنذاك، متزامنة مع جهود أخرى ظهرت في بعض البلدان الإسلامية، نذكر منها:

1 - شهادات المضاربة بنوعها: المطلقة والمقيدة التي ظهرت في باكستان، كأدوات تمويلية تتسق مع أحكام الشريعة، وصدر بهذا الشأن قانون شركات التمويل بالمضاربة في عام 1980م*، نظم آلية تسجيل شركات الإدارة والبنوك والمؤسسات المالية على أنها شركات مضاربة بشكل تفصيلي، كما حدد القانون نفسه شهادات المضاربة، ونتيجة لصدور هذا القانون أصدرت سبع وثلاثون (37) شركة مضاربة شهادات مضاربة متعددة الأنواع.

2 - صكوك المضاربة والقروض الإسلامية: الصادرة عن الشركة الإسلامية للإستثمار الخليجي في الشارقة بالإمارات العربية المتحدة، تماشياً مع جهود الشيخ سلطان القاسمي حاكم الشارقة، الذي نبه وأرشد إلى ضرورة قيام مؤسسات مالية إسلامية، تسيير وفق المنهج الإلهي في الإستثمار والتمويل بعيداً عن الربا وصوره.

وبعد إستعراض المحاور السابقة في بيان التأصيل التاريخي للصكوك الإسلامية، نجد أنه يمكن إعتبار جميع الآراء في تحديد بدايات العمل بالصكوك الإسلامية صحيحة، وذلك بإختلاف التوجيه لكل رأي، فالقائلون إن الصكوك الإسلامية من خلال صكوك المقارضة الأردنية هي أول الأوراق المالية الإسلامية، إنما يعنون بذلك أنها الأول أردنياً، فهي ليست الأولى

¹ للمزيد التفاصيل أنظر: منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجر، ط2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1420هـ/2000م

* بالإعتماد على ما جاء في: سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، ط2، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الإسلامي للتنمية،

1419هـ/1998م، ص27

- باعتبارها خروجاً عن مبدأ ضمان الربح ورأس المال (أي منهج السندات التقليدية)، إذ هناك من سبقها كما تقدم، لكنها الأولى
ظهوراً للفكرة وتأصيلاً شرعياً وقانونياً في الأردن، وهي متزامنة مع جهود دول إسلامية أخرى (كباكستان مثلاً في إصدارها
قانوناً يحدد مفهوم شهادات المضاربة)*، وهذا من حيث إصدار صكوك إسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية.
والقائلون إن الصكوك الإسلامية والمتمثلة في سندات المقارضة الأردنية ما هي إلا تقليد لأنظمة مطبقة في السابق، إنما
يعنون ذلك بإعتبار فكرتها الأساسية، وهي الخروج عن الضمان بأشكاله، والمشاركة في الخسارة كما في الربح¹.
- وفي هذا الصدد، نحاول من خلال ما يلي تتبع تاريخ الصكوك الإسلامية وأهم المراحل التي مرت بها في الفترة ما بين
1976م و 2010م، حيث تم الإعتماد وبشكل كبير على المحاولة التي قام بها المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية
الإسلامية في رصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986م و 2009م.
- في فيفري 1976م، ظهر إهتمام علماء الشريعة بطرح صكوك الإستثمار الشرعية بديلاً مناسباً للسندات الربوية
عندما طرحت للبحث في المؤتمر العالمي الأول للإقتصاد الإسلامي في صفر 1396 هـ الموافق لـ فيفري 1976م
بجامعة الملك عبد العزيز - مكة المكرمة².
- في سبتمبر 1977م، تم طرح أولى التعريفات لفكرة سندات المقارضة، من قبل أول من قدم الفكرة د. سامي حمود
عند تقديمه سندات المقارضة أفكاراً عامة لدى تقديم مشروع البنك الإسلامي الأردني.
- في أبريل 1978م، صدر رسمياً قانون البنك الأردني المؤقت رقم (13) والدائم رقم (26) لسنة 1985م يحمل في
مادته الثانية تعريف سندات المقارضة باعتبارها كبديل شرعي لسندات التقليدية.
- في مارس 1981م، إعتمدت وزارة الأوقاف الأردنية رسمياً سندات المقارضة كأسلوباً مناسباً وشرعياً لإعمار
وتحديث الممتلكات الوقفية، وظهر بذلك تعريف آخر لسندات المقارضة المؤقت رقم (10) لسنة 1981م³.
- أكتوبر سنة 1986م، قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الثالثة بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، كما
كلف باحثين متخصصين لتمكينه من إتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات.
- أما في فبراير سنة 1988م، أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة بجدة قراره رقم (5 د 88/8/4)
بشأن الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة.
- هذا وقد قام المجمع بإصدار فتوى في مارس سنة 1990م مفادها تحريم السندات، وإقتراح البديل لها وهو الصكوك
أو السندات القائمة على أساس المضاربة.
- ثم أصدرت رابطة العالم الإسلامي، وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي، فتوى ثانية تأكيداً
على تحريم التعامل بالسندات وذلك في جانفي 2002م، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في
سوق ثانوية لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية.
- وفي ماي 2003م قامت جهة ثالثة، وتسمى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع
صكوك الإستثمار الإسلامية، وخصائصها مع الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها.
- أما في مارس سنة 2004م، قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الخامسة عشرة بمسقط (سلطنة عُمان)
بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أنه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية

* ويسمى القانون: قانون شركات المضاربة والمسمى: Modaraba companies and modaraba (floatation and control) ordinance 1980

¹ بالإعتماد على: عمر جبر إسماعيل، سندات المقارضة، مرجع سابق، ص 90-93، بتصرف

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 49

³ بالإعتماد على ما ورد في مرجع: عمر جبر إسماعيل، سندات المقارضة، مرجع سابق، ص 84-85، ص 196.

- الأعيان المؤجرة إنتهية بالتمليك على من إشتريت منه تلك الأعيان، مع التوصية بدراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في الإجارة الموصوفة في الذمة.
- في جوان 2006م، قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة عشر بعمان (المملكة الأردنية الهاشمية) بالتوصية على إنعقاد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون.
- في سبتمبر 2007م، أكد صندوق النقد الدولي * على الطفرة في معاملات التوريق الإسلامي (التصكيك) نتيجة زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضاً أن عدداً متنامياً من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك الإسلامية، وقد بين الصندوق أن من أبرز تحدي للصكوك الإسلامية هو تغيير المميزات الهيكلية للأوراق المالية التقليدية.
- في فيفري سنة 2008م، ظهرت مشكلة الصكوك الإسلامية فيما يتعلق بالقوانين والخلافات الفقهية الوارد حولها.
- أما في أبريل سنة 2008م ظهرت زكاة صكوك المقارضة، حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تركي زكاة عرض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.
- في جويلية 2008م، أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى **، على أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية (السيادية)، والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقي إهتماماً أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، وأشار إلى توقع النمو العالمي في إصدارات الصكوك، كحل لتخفيف من تداعيات أزمة أسواق الرهن العقاري الأمريكية، كما أكد على أن أبرز التحديات والقيود التي تواجه الصكوك هي المتعلقة بالمسائل القانونية والتنظيمية والخلافات الفقهية، وفي نفس التاريخ ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة المتعلقة بمنافع الأعيان، ويعتبر هذا النوع من الصكوك أكثر الأنواع مرونة وضبطاً.
- وفي جانفي 2009م بماليزيا قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك وعملية التصكيك لأغراض الرأس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر (المنشئ) ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته وفق الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعاً، مبيناً الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.
- في أبريل 2009م، قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر بالشارقة (الإمارات العربية المتحدة)، بإستعراض خصائص الصكوك الإسلامية وأحكامها، مؤكداً على ضرورة إيجاد الإطار القانوني لها¹.

* بناء على ما جاء في نشرة صندوق النقد الدولي ل: آدي جويست، وبيتر كونزيل، وبول ميلز، وأمادو سي، الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال، صندوق النقد الدولي، تاريخ النشر: 19 سبتمبر 2007م، متاح على الرابط: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007/res0919ba.pdf>، تاريخ التحميل: 24 مارس 2010م.

** للمزيد من التفاصيل أنظر: Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills, and Amadou Sy, Islamic Bond Issuance— What Sovereign Debt Managers Need to Know, IMF policy discussion paper, PDP/08/3, international monetary fund, July 2008

¹ بالإعتماد على ورقة بحث بعنوان: رصد تاريخ الصكوك الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، متاحة على الرابط: www.cibafi.org، زيارة الموقع بتاريخ: 2010/03/26، بتصرف.

- في 25 ماي 2010م، تم التأكيد في التوصيات التي إنتهت إليها ندوة الصكوك الإسلامية المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة بالتعاون بين مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي بالجامعة، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية)، على ضرورة ضبط القواعد الشرعية وتحقيق المقاصد الشرعية التي تحكم العمل بالصكوك الإسلامية في ظل بروز مخالفات وأخطاء وإخفاقات بعض الإصدارات في التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية نتيجة إنحرافها عن مقاصدها الشرعية، وذلك للإهتمام بالألفاظ والمباني لبناء هيكلية الصكوك دون المقاصد والمعاني مما أدى إلى تحقق الشروط الشرعية للأدوات المالية ظاهرياً وإهمال مقاصدها التي تتعارض مع مقاصد الشريعة، وكذلك من بين أبرز ما جاء في توصيات هذه الندوة طرح الصيغة المقبولة شرعاً للصكوك المعنوية، وتحديد الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها¹.

تأسيساً على ما تم طرحه، يمكن القول بأن الصورة الأولية لفكرة الصكوك الإسلامية وتعريف بها، تبلورت في المملكة الأردنية الهاشمية، تحت مسمى سندات المقارضة بإعتبارها أسلوباً تمويلياً مطبقاً لدى البنك الإسلامي الأردني، وفكرة معتمدة لدى وزارة الأوقاف الأردنية، أي أنها أولى الأوراق المالية الإسلامية من حيث ظهور الفكرة والتأصيل الشرعي والقانوني في الأردن، ومن حيث التطبيق كما أنه يلاحظ أنه وجدت فيما بعد تفاصيل وإضافات تتعلق بنوعية وخصائص الصكوك الإسلامية، التي قام برصدها المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية، والتي يمكن إعتبار كل حدث أو إضافة أو تفصيل جديد في مسيرة الصكوك الإسلامية، مرحلة جديدة في تاريخها، حيث ساهم في كثير من الأحيان مجمع الفقه الإسلامي وغيره من الهيئات والمجالس الإسلامية في تطهيرها وضبطها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. لذلك يقع على عاتق علماء الشريعة والإقتصاد الإسلامي المعاصرين مسؤولية كبيرة في إبتكار وتطوير أدوات التمويل الإسلامية، بما يتناسب مع حجم التطور الهائل لدى الغرب الذي توصل إلى إستنباط أساليب وطرق وآليات عمل لتسهيل انسياب الأموال من أصحابها إلى مراكز الإستثمار الأمتل، لتكون هذه الأدوات التمويلية الإسلامية المعاصرة بديلاً إسلامياً لأدوات التمويل التقليدية الربوية.

المطلب الثالث: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

ثمة خصائص عامة تتميز بها الصكوك الإسلامية عن الأدوات المالية الأخرى كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى إنتهاء أجلها، هذا الإلتزام أعطاها درجة عالية من الأمان وجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها الأوراق المالية التقليدية، كما أن هناك خصائص عامة أخرى تشترك فيها مع غيرها من الأوراق، ومن أهم هذه الخصائص العامة ما يلي:

الخاصية الأولى: الصكوك تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في الموجودات

تمثل الصكوك الإسلامية لحاملها حصصاً شائعة في ملكية موجودات لها عائد، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، هذه الموجودات قد تكون أعياناً أو منافع أو خدمات أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل إستثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة، كما يمكن أن تكون مشروعاً إستثمارياً يشمل خليطاً من الأعيان والمنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، بهذه الخاصية يتميز الصك الإسلامي عن السند الربوي، حيث أن هذا الأخير يمثل ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله، وهذا ما يجعل العائد على الصك مشروعاً،

¹ بالاعتماد على ما جاء في توصيات ندوة الصكوك الإسلامية المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز والتي أقيمت من 24 إلى 25/05/2010م.

على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون إستحقاق ثابت في أصل الموجودات، ويستحق بذلك نسبة محددة من الربح دون أن يتحمل شيئاً من تبعات الهلاك، وهذا غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن إستحقاق الربح يكون بمقدار الإستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية العُثم بالغرم، حيث تتفق الأسهم مع الصكوك في هذه الخاصية.

الخاصية الثانية: إصدار الصكوك بفئات متساوية القيمة

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة¹ في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، بهدف تسهيل تداول هذه الحصص بين الجمهور في الأسواق المالية²، وبذلك يشبه الصك الشرعي السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية، التي تصدر بفئات متساوية³.

الخاصية الثالثة: يعطي الصك الإستثماري الإسلامي لحامله حصة من الربح

يتم تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح⁴، وليس نسبة محددة مسبقاً من القيمة الإسمية، وتحدد هذه النسبة وقت التعاقد أي في نشرة الإصدار التي تسبق الإكتتاب أو في الصك المالي نفسه، حيث تتضمن هذه النشرة أو الصك حصة المضارب وحصة أرباب المال من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع الإستثماري أو في فترات دورية معينة⁵. مع إمكانية إعادة النظر فيها كل فترة بإتفاق الطرفين حامل الصك ومصدره⁶.

إذا كان الصك يعطي مبلغاً محدداً، أو نسبة معينة من قيمته الإسمية أو يعطيه حصة من الربح غير محددة في نشرة الإصدار أو في الصك نفسه أو يحددها مصدر الصك (المضارب) في نهاية المشروع، أو في فترات دورية لاحقة، فهذه الحالة لا يكون صكاً مالياً إسلامياً، وعليه لا يجوز إصداره، وتداوله، ولا يحل العائد منه، لأنه لا يتوافق مع الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية، ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد لا بعده، ومحل عقد المضاربة هو رأس المال والربح وحصة رب المال من الربح⁷.

أما في صكوك الإجارة فتكون الأجرة محددة العائد عند الإصدار، ويجوز أن تكون بنسبة من رأس المال، ولأن عقد الإجارة يلتزم ذلك، وعليه يكون مقدار الأجرة محدد وهو دين في ذمة المستأجر⁸. أما في حالة صكوك الوكالة، فتكون أجرة الوكيل محددة مسبقاً أو نسبة من المال المستثمر، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار أجرة الوكالة.

الخاصية الرابعة: يلزم الصك الإسلامي صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة

يلتزم مالك الصك بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة⁹، وفي حدود مساهمته في المشروع، سواء أكانت الأعباء مصاريف إستثمارية أو هبوط في القيم وغيرها من المخاطر التي قد تتعرض فيها ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك¹، ويكون ذلك في

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 29

² زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بماليزيا international conference on Islamic Banking (15-16 June 2010) and Finance, ص 3

³ فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة الدكتوراهمقدم إلى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي"، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م، ص 19

⁴ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 19

⁵ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19

⁶ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 14

⁷ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19

⁸ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 14

⁹ زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة، مرجع سابق، ص 3

في حدود المبالغ التي أكتتب بها المشروع²، فيتحمل حامل الصك بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه، لأن حملة الصكوك (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال وهلاكه وخسارته على ماله إنطلاقاً من المبدأ الذي تقوم عليه كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، وهو نفس المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية³، من حيث العلاقة بين المشتركين فيها، بالإشتراك في تحمل الخسارة مقابل إستحقاق الربح، وهو مبدأ العُثم بالغرْم، وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع⁴، وفي ذلك فالصك يشبه السهم.

الخاصية الخامسة: تستثمر الصكوك في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة

تخصص حصيلة الإكتتاب في الصكوك الإسلامية للإستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمر مثلاً، فإن الصك لم يعد إسلامياً⁵، ولا يجوز إصداره، وتداوله، ولا يحل الربح العائد منه، وهو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة الإسلامية⁶.

الخاصية السادسة: إصدار الصكوك على أساس صيغ التمويل الإسلامية:

تعتبر هذه الخاصية من الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية مقارنة بالأوراق المالية التقليدية، كالأسهم التي تصدر بصيغة واحدة وهي المشاركة، والسندات التي تعتبر ديناً في ذمة مصدره ولا يتعلق بموجوداته، أما الصكوك الإسلامية فهي تصدر على أساس عقود شرعية بضوابط تنظم إصدارها، حيث أنها تصدر بصيغ التمويل الإسلامية كافة، كالمضاربة والإجارة والمزارعة والسلم وغيرها من صيغ التمويل الإسلامية الأخرى، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لإختلاف العقد أو الصيغ الإستثمارية التي صدر الصك على أساسها. فصكوك المضاربة تحكمها أحكام وضوابط المضاربة، وصكوك الإجارة تخضع لأحكام وضوابط عقد الإجارة الشرعية، ويقاس على ذلك ما سواهما من الصكوك الإسلامية⁷.

وإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الصك الذي يصدر بناءً عليها، حكماً يخالف أحكام العقود الشرعية، لم يكن الصك إسلامياً، ولا يجوز إصداره، ولا تداوله، ولا يحل العائد منه⁸.

الخاصية السابعة: إصدار وتداول الصكوك محكوم بضوابط شرعية

إن الصكوك الإسلامية، شأنها شأن كافة المعاملات المالية في الإلتزام بضوابط الشرع، ويجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية، وأن تدور في إطارها سواء تعلق الأمر بمنع العملية أصلاً، كحرمة تعاطي الربا قطعاً، أم بسبب ذاتي (حرمة التعامل مع الصكوك التي تمثل أصولاً محرمة)، فالصكوك الإستثمارية الإسلامية يجوز التعامل معها، ولكن إذا كانت تمثل أصولاً محرمة، فإنه لا يجوز التعامل بها إصداراً وتداولاً، كما يجب الإلتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة موجودات المشروع، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة وحملة الصكوك من جهة أخرى، وهذا ما يميز الصكوك الإسلامية عن كافة

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 14

² أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009م، ص 34

³ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19

⁴ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 14

⁵ أسامة الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 33

⁶ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20

⁷ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 30

⁸ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 21

الأوراق المالية التقليدية، لعدم خضوعها لمثل هذه الضوابط¹، وسنحاول معالجة هذه النقطة بنوع من التفصيل في المبحث الموالي.

الخاصية الثامنة: قابلية الصكوك للتداول

كون الصك ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، تماماً كتداول الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)²، سواء أكان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً بنفس شروط التصرف فيما تمثله هذه الصكوك سواء كان التصرف مع مصدر الصكوك بإطفاء الصك أو إسترداده، أو مع غيره، وهذا التصرف يخضع لإرادة طرفي التصرف وقانون العرض والطلب³، ويمكن تداوله تداوله بكل الوسائل المشروعة⁴، فتداول الصكوك الإسلامية يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها، باعتبارها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي يمثل حصة شائعة فيه، فإن كانت الموجودات التي تمثلها الصكوك أعياناً أو منافع مثل صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الإجارة، وصكوك الوكالة فإنها تتداول حسب الإتفاق من حيث السعر أو التأجيل فهي صكوك قابلة للتداول، أما لو كانت الموجودات الممثلة للصكوك لا تزال مقابل ديون فقط كصكوك المرابحة والسلم في مرحلة من مراحلها، فلا تتداول هذه الصكوك إلا بشروط الديون.

أما تداول الصكوك التي ما زالت حصيلتها نقوداً، قبل البدء في المشروع، أو التي تحولت فيها الأصول بعد التصفية إلى نقود يخضع لضوابط عقد الصرف، وفي حالة كان ناتج التصفية ديوناً فقط فإنه يراعى في تداول الصكوك في هذه الحالة أحكام التصرف في الديون، وقابلية الصك الإسلامي للتداول تعد أهم خصائص الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الأغراض التي أبتكرت من أجلها هذه الأوراق⁵.

الخاصية التاسعة: إنتفاء ضمان (المضارب أو الوكيل أو الشريك):

يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشركة، وهي الصيغ التي تدار بها السندات غالباً، فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس المال لحامل الصك لأن ذلك يحول العملية إلى شكل من أشكال الربا المحرم، إذ يحصل حامل الصك عندئذ على ربح لما لا يكون ضامناً له، وكذلك الحال في بقية المشاركين (حملة الصكوك)، فلا يضمن أحد غيره، فإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الصك المالي شرط ضمان مخاطر الإستثمار في المشروع على المضارب، لم يكن صكاً جائزاً شرعاً⁶.

الخاصية العاشرة: تحمل أعباء الملكية

يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك سواء كانت الأعباء مصاريف إستثمارية أو تراجع في قيمة الصك، فإن هذه المصاريف تكون على حامل الصك، وليس على المستفيد من منفعة الموجودات، إلا إذا كانت هذه المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة فإنه يمكن إشتراطها على المستفيد من تلك الموجودات، ويظل حامل الصك ملتزماً بالأعباء المتعلقة بالصيانة الأساسية إلى أن يتم إطفاء الصكوك وإسترداد قيمتها، لأن حامل الصك

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص30

² فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص20

³ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية- الخصائص، الإصدار، الاستخدامات، وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به -، ورقة بحث مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية

طبيعتها وتطبيقاً" المنعقد في مجلس دبي الإقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010، ص6

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص30

⁵ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص20

⁶ المرجع السابق، ص21

مسؤول عن ضمان استمرار تولد المنفعة لهذه الأصول، ولأنه يتحمل تبعه هلاكها إلى تاريخ تصفية العملية (تاريخ إستحقاق الصكوك)¹.

الخاصية الحادية عشر: إصدار الصكوك يكون لآجال متفاوتة وقد تطلق الصكوك عن الأجل

الشرعية لمدة الصكوك الإسلامية عادة ما تكون محددة ومتفاوتة الأجل، وقد تصدر دون تحديد أجل في بعض الحالات، إذ تصدر الصكوك، وذلك حسب طبيعة العقود الشرعية التي تصدر على أساسها، فصكوك الإجارة والأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك، مثلاً تكون محددة بمدة الإجارة، وصكوك البيع المؤجل وبيع المرابحة والإستصناع والسلم تكون محددة بمدة دفع الثمن وتسليم بضاعة السلم وتصفية العملية التي تحددها نشرة الإصدار، وصكوك المشاركات والمضاربات والوكالات في الإستثمار تكون في الغالب محددة بآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة، وقد تكون غير محددة المدة في حالات نادرة، مع حق مصدرها أو المستفيد من حصيلة إصدارها في طلب الإطفاء عن طريق الوعد بشراء أو بيع موجوداتها، ولا يخفى ما لذلك من آثار على إصدار وتسويق وتداول الصكوك وتحويلها إلى نقود بإستردادها وإطفائها.

الخاصية الثانية عشر: طرق انتقال ملكية الصكوك

- 1 - تنتقل ملكية الصكوك الصادرة بإسم مالكيها بالقيود في سجل خاص؛
- 2 - تنتقل ملكية الصكوك لحاملها بالمناولة؛
- 3 - ويمسك مصدر الصكوك أو مدير الإصدار أو أمين الإستثمار سجلات خاصة تدون فيها أسماء مالكي الصكوك وعناوينهم وجنسياتهم ومقدار ما يملكون من صكوك وغير ذلك من المعلومات التي تحددها نشرة الإصدار.

الخاصية الثالثة عشر: إصدار الصكوك الشرعية يربط علاقات شرعية متعددة بين المشاركين في عملية الإصدار وذلك على النحو التالي:

- 1 - إستثمار حصيلة الصكوك استثماراً جماعياً تنشأ عنه شركة ملك واقعية بين حملة الصكوك، باعتبارهم مالكيين، على الشيوخ لحصيلة الإصدار ثم للمشروع الاستثماري الذي تموله هذه الحصيلة ويرى بعض الباحثين أن هذه الشركة هي شركة عقد وتترتب على هذه الشركة أحكامها الشرعية.
- 2 - علاقة حملة الصكوك بمصدرها تتحدد على أساس العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، فقد تكون علاقة مشترٍ لعين مؤجرة ببيئتها، أو مستأجر لهذه العين بمؤجرها، أو بائع لبضاعة مرابحة أو استصناعاً بالمشتري، أو مشتر لبضاعة سلم ببيئتها، أو رب مال بمضارب، أو موكل بوكيل استثمار، أو شريك بشريكه.
- 3 - علاقة وكيل الإصدار، بإعتباره مؤسسة مالية وسيطة، بمصدر الصكوك، والمكنتبين فيها تتحدد على أساس عقد الوكالة، وطبيعة المهام التي تسندها إليه نشرة الإصدار، فقد يكون وكيل الإصدار وكيلاً في تنظيم عملية الإصدار، نيابة عن مصدري الصكوك، وقد يجمع مع ذلك إدارة العملية أو المشروع أو النشاط الاستثماري محل الصك بصفته مدير الإصدار، ووكيل الإصدار إذا كان مدير إصدار فإنه يمثل حملة الصكوك ويرعى مصالحهم ويحمي حقوقهم وينفذ عقودهم في مواجهة مصدري الصكوك أو المستثمر لحصيلتها، وذلك حسب القوانين واللوائح المنظمة لإصدار وتداول الصكوك، وقد يتولى وكيل الإصدار مع ذلك دور أمين الإستثمار أو متعهد التغطية أو مروج الصكوك أو وكيل الدفع، وذلك حتى في حالات قيامه بدور منظم الإصدار.

¹ فؤاد محسن، المرجع السابق، ص 20

الخاصية الثالثة عشر: حق حملة الصكوك في الإدارة

- 1- حق حملة الصكوك في الإدارة يختلف باختلاف الصيغة التي تستثمر بها حصيلتها والعقد الشرعي الذي يصدر الصك على أساسه والصفة الشرعية لحامل الصك، من حيث كونه بائعاً أو مشترياً أو مؤجراً أو مضارباً أو شريكاً أو وكيل استثمار.
- 2- قد تقوم المؤسسة المالية الوسيطة بصفتها مدير إصدار وإستثمار بإدارة العمليات التي تمويل بحصيلة الصكوك، في الحالات التي يثبت فيها حق حملة الصكوك شرعاً في الإدارة، وذلك نيابة عنهم، كما في صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة، وبيع المرابحة والبيع المؤجل والإستصناع والسلم، أما في الحالات التي يكون فيها حق الإدارة شرعاً لمستثمر حصيلة الصكوك في مشروع معين أو نشاط خاص كالمضارب، فإن هذا المستثمر هو الذي يتولى إدارة المشروع، ويقتصر دور المؤسسة المالية الوسيطة في هذه الحالة على إعتبرها مدير إصدار أو أمين إستثمار لمراقبة المستثمر وحماية حقوق مالكي الصكوك في مواجهته، أما الحالات التي يخضع فيها حق الإدارة للإتفاق، كالمشاركات والوكالات في الإستثمار فتحدد نشرة الإصدار طريقة الإدارة وصاحب الحق فيها، وتكون المؤسسة المالية الوسيطة في هذه الحالات كذلك مدير إصدار أو أمين استثمار لتمثيل حملة الصكوك أمام الوكيل أو الشريك¹.

بناءً على ما ورد حول الخصائص العامة للصكوك الإسلامية، نجد أن هذه الأداة الإسلامية تشتمل على بعض خصائص الأسهم، والبعض من خصائص السندات التقليدية، إضافة إلى خصائص تتميز بها عن الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، والتي تعطىها الصبغة الشرعية في تداولها والتعامل بها، وتكون بذلك البديل الشرعي للسندات التقليدية التي لا يجوز تداولها وإصدارها، كونها تدر فوائد محددة مسبقاً (إستثمارها على الربا)، أما الأسهم، فيجوز إصدارها وتداولها وفق الضوابط الشرعية، كأن لا تشتمل على إنتاج سلع وخدمات محرمة.

وكون الصكوك الإستثمارية الإسلامية بديلاً عن السندات التقليدية، فيمكن إعتبرها بديلاً عن الأسهم، وهذا لا يعني عدم جواز تداول الأسهم، وإنما لأن الصكوك الإسلامية أشمل، حيث أن الأسهم تصدر وفق صيغة المشاركة وهي إحدى أنواع صيغ التمويل الإسلامية التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها، وعلى هذا الأساس يمكن إعتبر الأسهم نوعاً من أنواع الصكوك الإسلامية التي تصدر بكل صيغ التمويل الإسلامية، وهي بذلك أشمل من الأسهم التي تصدر إلا بصيغة واحدة².

وعليه ترى الباحثة أن تسمية هذه الأداة الإسلامية المبتكرة من الهندسة المالية الإسلامية، بالصكوك الإسلامية هي التسمية الأصح والأنسب بدلاً من السندات الإسلامية، ذلك أن هذه الأداة تجمع بين بعض خصائص الأسهم والبعض من خصائص السندات التقليدية بالإضافة إلى الخصائص المميزة لها، وإعتبر أن مصطلح الصك في دنيا المال والإقتصاد يرادف مصطلح السهم والسند، والمقصود بذلك كله الأوراق المالية (ذات قيمة مالية) التي يعتمد عليها لحماية حق ثابت فيها من السقوط.

المطلب الرابع: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية

أصبحت الصكوك الإسلامية واقعاً اقتصادياً لا بد منه، فهي الطرف المكمل للأسهم والجنح الثاني للبورصة، تتفق مع الأوراق المالية التقليدية في بعض الأمور، وتختلف عنها في أمور أخرى، ونقصد بالأوراق المالية التقليدية هنا الأسهم و السندات، وقد جرى في إصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ الصك على الأوراق المالية عموماً، إلا أن لكل منهم معنى

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 8-11

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 26، بتصرف

يخصه، ولغرض الوصول إلى مقارنة واضحة المعالم بين الصكوك الإسلامية، وغيرها من الأوراق المالية التقليدية، لا بد من التعرف على ماهية كل من الأسهم والسندات، كما يتضح مما يلي:

أولاً- مقارنة بين الصكوك الإسلامية و الأسهم:

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال شركات المساهمة، إذ تطرح للإكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار¹، وتمثل الأسهم وثائق ملكية الشركة، فحملة الأسهم هم ملاك الشركة المصدرة لتلك الأسهم "والمحل المتعاقد عليه في بيع الأسهم"، كما ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة (1412هـ-1992م)، والذي عرف السهم على أنه: « هو الحصة الشائعة في أصول الشركة، و شهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة»². وتعرف الأسهم كذلك على أنها: « صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في الأسواق المالية المنظمة، والتي تمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحول له بصفته حاملاً للسهم، ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح»³.

ويتحدد سعر السهم في السوق بقوة العرض والطلب، المتأثر بالمعلومات عن الشركة، أما الأرباح الدورية المتحققة لحملة الأسهم تعتمد على معطيات نشاط الشركة، والمستثمرون يشترون الأسهم للحصول على ذلك الربح، وكذلك من خلال الاستفادة من تغيرات أسعار الأسهم بالزيادة، وكليهما يصعب توقعه بصورة دقيقة، مما يجعل أسعار الأسهم عرضة للتقلبات، لذلك يعتبر الاستثمار في الأسهم عالي المخاطر⁴.

من خلال العرض الموجز حول مفهوم الأسهم، وما تم بيانه من قبل حول الخصائص العامة للصكوك الإسلامية، يمكن إستخلاص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم، ونجد أن الصكوك الإسلامية تتفق مع الأسهم في بعض الأمور، وتختلف عنها في أمور أخرى، تتبين مما يلي:

1- أوجه الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يشترك السهم مع الصك في الأمور التالية:

أ- يمثل كل من السهم والصك الإسلامي حصة شائعة في صافي موجودات الشركة أو المشروع المدر للعائد، والتي عادةً ما تشمل على الأعيان و المنافع والحقوق والنقود والديون لدى الغير، أما فيما تؤول إليه هذه الموجودات من نقود أو ديون، يخضع إلى شروط حتى يكون تداولها صحيحاً وفق الشريعة الإسلامية، وهو ما سنفصله عند عرض أحكام تداول الصكوك الإسلامية.

ب- يستحق مالك السهم أو الصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة، أو الصك الذي يملكه في المشروع، إلى رأس مال الشركة أو المشروع.

ج- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم و الحيابة و القبض، وهي أمور تلزم لصحة التصرف⁵، فإذا تم بيع السهم أو الصك، فإن حيازتهما وقبضهما يعد حيازة للحصة

¹ يوسف بن عبد الله الشيبلي، إصدار و تداول الأسهم و الصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى "ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة خلال الفترة: 10-12/06/1439هـ الموافق لـ 24-26/05/2010م، ص 3

² مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، القرار الأول، جدة، المملكة العربية السعودية، 1412هـ - 1992م، ص73

³ أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981م، دار الفكر العربي، القاهرة، 1982م، ص 63، نقلاً عن: أشرف محمد دوابه، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع و الترجمة، القاهرة، م صر، 2008م، ص14

⁴ محمد القرني بن عبيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 2

⁵ فؤاد ميجين، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 17

الشائعة نفسها، كحكم من أحكام العقد، وأثر من الأثار المترتبة عليه، فيعد حامل السهم أو الصك حائزاً للحصة الشائعة التي يمثلها¹.

د- إن كلاً من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم و الصكوك، إلى غيرهم متى ما أرادوا ذلك².

2- أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية و الأسهم: تفرق الصكوك الإسلامية عن الأسهم فيما يلي:

أ- الصكوك الإسلامية منتج مبتكر من الهندسة المالية الإسلامية، بينما الأسهم منتج مبتكر من الهندسة المالية التقليدية بعد قيام شركات المساهمة³.

ب- الصكوك الإسلامية بشكل عام أوراق مالية قليلة المخاطر، ذلك لأن هيكل إصدارها يجعل العائد عليها و ثمنها في السوق أقل تقلباً و من ثم يكون قابلاً في بعض الحالات للتوقع و مظنة للإستقرار، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية⁴.

ج- تصدر الصكوك الإسلامية بصيغ التمويل الإسلامية المعتمدة من مضاربة و مشاركة و مرابحة و إجارة... وغيرها، بينما نجد أن الأسهم تصدر بصيغة واحدة هي صيغة المشاركة، و بذلك تعد الأسهم الملتزم بالضوابط الشرعية نوعاً من الصكوك الإسلامية⁵.

د- من الفروق من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك - في غالب هياكلها- أداة تمويل خارج الميزانية * ، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، و عليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، و أما مالك السهم فهو شريك و مالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة⁶.

هـ- الصكوك الإسلامية يمكن أن تصدرها فئات متعددة بحسب ما يملكونه من أصول، فحتى من يملك أرضاً يمكن أن يصدرها، بينما نجد الأسهم لا يصدرها إلا من يملك مركزاً مالياً، لأن حامله يكون مساهماً في المشروع مع الأسهم الآخرين⁷.

و- يشارك مالك السهم في إدارة الشركة عن طريق إنتخاب مجلس الإدارة من بين حملة الأسهم، مما يعطيه حقوق مباشرة على إدارة الشركة، فله في تعيين الإدارة و عزلها، و في إقرار الحسابات الختامية و توزيع الأرباح، فضلاً عن أن السهم قد يمثل حصة على المشاع في موجودات أكثر من شركة مساهمة، بينما الصك يمثل عادةً حقوقاً في موجودات متنوعة، بعضها قد يكون حقوقاً مشاعة في شركات (أسهم)، و بعضها أعيان تستغل مباشرة بمعرفة مدير الإستثمار، و علاقة حامل الصك بمصدر الصك تختلف عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، فمالكو الصكوك ليس لهم حق المشاركة في إدارة المشاريع أو الشركة بطريقة مباشرة و التي يمكن أن

¹ أسامة الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 35

² عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 5

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 28

⁴ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 3

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 3

* تتميز الصكوك -وبالأخص صكوك إجارة الأعيان المؤجرة- بأنها أداة تمويل خارج الميزانية؛ حيث إن ملكية الأعيان المؤجرة المصككة، و الموعود بتملكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكك، و الواجب في ذمة الشركة الممولة بالصكوك إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب و هي نفقة إيرادية، و ذلك على العكس في حال إقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية .

⁶ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم"، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة في 10-11 ماي

الثانية 1431هـ، الموافق ل 24-25 ماي 2010م، ص 3-4

⁷ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 28

تكون إلا في حالة صكوك المشاركة، كما أن حملة الصكوك لا ينتخبون مجلس إدارة المشروع، وليس لهم هيئة عامة تشترك في إدارة الشركة أو المشروع، بل إن الإدارة توكل للمضارب وحده، والمضارب ملتزم في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، لكن يمكن لمالكي الصكوك أن يكونوا من بينهم أو غيرهم مجلس يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات جدوى و البيانات و المعلومات التي تنص عليها هذه النشرة¹، والتي عادةً ما تتمثل في الشركة ذات الغرض الخاص SPV.

ز- تختلف الصكوك عن الأسهم أيضاً في أن الأسهم غير محددة المدة بمعنى ليس لها تاريخ إستحقاق، فهي دائمة دوام الشركة المصدرة لها، أي أنها تبقى مدى حياة الشركة، وإن إنتقلت ملكيتها من شخص لأخر، لأنها تمثل رأسمال الشركة المصدرة لها، في حين أن الصكوك الإسلامية تحدد بمدة زمنية معينة، أي لها تاريخ إستحقاق (إطفاء)، ليس بالضرورة أن تكون أداة مشاركة دائمة في الشركة، فقد تكون صكوك مشاركة متناقصة، أو في شكل صكوك إجارة منتهية بالتمليك، وغيرها، حيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة، أي أن لها أجلاً يجري تصفيتهما فيه بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ومنها أن حامل السهم له نصيبه من أصول الشركة عند تصفيتهما (بعد تسديد ما عليها من الديون)، قل أو كثر تبعاً لقيمة أسهمه من رأسمال الشركة أو المشروع، أما الصكوك فإنها مصممة بحيث تمكن حملتها من إسترداد رأسمالهم أو قريباً منه عند إنتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول مصدر للصكوك، أو قدرته على سداد ديونه للأخرين².

ثانياً- مقارنة الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية:

كثيراً ما تسمى الصكوك الإسلامية، سندات إسلامية، كما نجد العديد من الكتاب يذكرون كلمة الصكوك مقابلة للمصطلح الإنجليزي Securitization، حيث يعني هذا الأخير عملية تحويل القروض الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فهو بذلك يستعملونه، كمرادف للسندات التقليدية والمحرمة شرعاً، ويمكن إعتبار ذلك خطأ شائعاً³.
فهناك أوجه شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية ولكن أوجه الإختلاف أكثر، بحيث لا يكون صحيحاً إطلاق كلمة سند (بما تحمل الكلمة من معنى في المصطلح، والتي سنتطرق لتعريفها) على الصكوك الإسلامية، وقبل القيام بمقارنة الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية، نحاول التطرق إلى مفهوم السندات.

1 تعريف السندات التقليدية: يمكن تعريف السند أنه ورقة مالية قابلة للتداول، تمثل قرضاً يدين بها حامل السند للشركة المصدر له، يعقد عن طريق الإكتتاب العام، تصدره الشركات، أو الحكومة و فروعها، ويعتبر حامل السند دائناً للشركة، وليس شريكاً فيها، ويعطي حملة السندات فائدة محددة ينقاضها في مواعيد محددة⁴.
من خلال العرض المختصر لمفهوم السندات، يمكن إجراء مقارنة سريعة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية.

2- أوجه الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: تشترك الصكوك الإسلامية مع السندات في كون كل منها أداة تمويلية، يمكن بواسطتها سد الحاجة إلى التمويل في الجهات المختلفة، وقد تفيد في التحكم في حجم السيولة

¹ أسامة الجهورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 36

² محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 3

³ حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5

⁴ أشرف دوابه، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 105 حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4

النقدية، وهذه الفائدة تدعم الإستقرار الإقتصادي، فتقل بذلك مخاطر التقلبات¹، وإنطلاقاً من ذلك يمكن إيجاز أهم نقاط الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية فيما يلي²:

- أ- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضها الأساسي هو التمويل.
- ب- كلاهما يصدر بقيمة إسمية، وأن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعارهم وبذلك تؤدي إلى إستقرار المبلغ الذي يمكن لحامل السند و الصك أن يسترده في نهاية مدته وهناك بعض أنواع الصكوك الإسلامية تتفق مع السندات التقليدية في أن لهما عائد متوقفاً مرتبطاً بتلك القيمة الإسمية³.
- ج- من خلال الصكوك والسندات يمكن أداء و تنفيذ كثير من الوظائف الإقتصادية المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.
- د- تصنف الصكوك والسندات- وبشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات إستقرار كبير، مخاطر متدنية⁴.
- هـ- هناك صعيداً مشتركاً بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، فيما يتعلق بالأمور التنظيمية و الإجرائية و الأطراف التي يتطلبها الإصدار والإدارة، والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار، ومدة الإصدار، ووكيل الدفع، والمتعهد بالتغطية و أمين الإستثمار والسوق الثانوية و التسويق، والدور المنوط للجهات الرقابية و الإشرافية... الخ⁵.

ومع هذا التماثل أو التقارب في العملية التنظيمية للصكوك و السندات فإن التكيف لبعض الخطوات أو المراحل، يختلف، وتختلف آثاره من أداة إلى أخرى، والذي سنتطرق له في أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات في النقطة الموالية.

3- أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية و السندات: هناك نقاط كثيرة، تختلف فيها الصكوك الإسلامية عن السندات.

- أ- أهم الفروق و أسماها بين الصكوك والسندات، أن السند ورقة مالية محرمة⁶، كما فيه من ربا القرض، فهو يمثل قرصاً يتضمن جني فائدة، وهو نوع من ربا الجاهلية، أما الصكوك الإسلامية ورقة مالية مباحة مهيكلة بناءً على عقود التمويل الشرعية⁷.
- ب- لقد ذكرنا أن الصك الإسلامي كالسهم يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مشروع أو نشاط إستثماري خاص⁸ (قد تكون هذه الموجودات، عين أو أعيان أو منافع مصككة، أو في العقود و الأعيان المدرة للربح)، والمتمثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرصاً في ذمة مصدره⁹.
- ج- حق صاحب الصك الإسلامي أو السهم، هو حق عيني يتعلق بموجودات المشروع أو الشركة، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بموجودات عينية¹⁰.

¹ حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4

² صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي- 3 جوان 2009م، ص 14

³ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 3

⁴ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية مرجع سابق، ص 14

⁵ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 26

⁶ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 3

⁷ صفية أوبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 15

⁸ فؤاد معجمن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 18

⁹ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 3

¹⁰ فؤاد معجمن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 18

د- عوائد الصكوك الإسلامية ليست إلزاماً في ذمة المصدر، وإنما ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكلية الصكوك عليها، فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة، فعائد همتحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد همتحقق من ربح المضاربة أو المتاجرة في المجال الذي أنشئت لأجله، بينما عوائد السندات هي إلزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد إستحقاقها، وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم¹.

هـ- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة التي صدرت السندات على أساسها، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر، لأن مالكه يستحق القيمة الإسمية لسند في مواعيد الإستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليه الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف الصك الإسلامي الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع الذي أصدرت الصكوك الإسلامية على أساسه، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع².

وهناك بعض الصكوك لا يتأثر فيها حامل الصك بنتيجة أعمال المشروع، مثل صكوك الأعيان المؤجرة، وهي التي تمثل نسبة كبيرة من إصدارات الصكوك حول العالم، حيث تكون موجودات الصكوك مؤجرة على المصدر، أي أن عوائد الصكوك هي الأجرة، ثم يقوم المصدر بتأجير موجودات الصكوك من الباطن، فيكون هو من يتأثر بنتيجة أعمال موجودات الصكوك الصكوك، لا حملة الصكوك الذين لهم إلا عوائد الصكوك (الأجرة المحددة سلفاً)، والتي أصبحت أيضاً في ذمة مصدر الصك المستأجر بغض النظر عن ربحه أو خسارته، كذلك فإن كثير من إصدارات الصكوك، كصكوك المضاربة و صكوك المنافع و غيرها، قد تشمل على شرط تنازل حملة الصكوك عما زاد عن نسبة معينة، ما يسمى بحافز الأداء، وعليه فإن حامل الصك لن يتأثر بأعمال موجودات الصكوك³.

وقد ظهر نوع من السندات لا يستحق حمله فائدة محددة مسبقاً، بل يشارك في أرباح الشركة التي أصدرته، وتسمى سندات المشاركة Participating Bonds -تم التعرض لها سابقاً-، وهذه قد تتحول إلى أسهم في أوقات لاحقة، على أن هذا النوع من السندات يبقى مساهمة مؤقتة في الشركة، لأن الشركة تدفع قيمة هذه السندات في مواعيد إستحقاقها، ما لم تتحول إلى أسهم، فهي تمثل مشاركة متناقصة، غير أن الشركات المصدرة لهذا النوع من سندات عادةً لا تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في إستثمارها⁴، كما أن هناك نوع من السندات المدعومة بأصول (Asset Backed Securities (ABS)، والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية، أن الصكوك ورقة مالية تمثل أصولاً، أما هذا النوع من السندات التقليدية المدعومة بأصول ABS، فهي أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدر موثقاً برهن و ضمان هو الأصول، وعليه فحق السند متعلق بذمة المصدر، والأصول هي ضمان و رهن⁵.

و- وبالإضافة لهذه الاختلافات، فإن التكيف لبعض خطوات (مراحل) هيكل إصدار الصكوك الإسلامية يختلف وتختلف آثاره على مراحل إصدار هيكل السندات، ويتضح ذلك من خلال ما يلي:

¹ صفية أبوبكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 15

² فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 18

³ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 7

⁴ فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 18

⁵ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 3

- ✓ يحدث إكتتاب المستثمرين في الصكوك الإسلامية مشاركة (الوعاء المشترك الذي تمثله الصكوك) بينهم تتم بصورة تراكمية، في حين أن الإكتتاب في السندات لا تترتب عليه أي مشاركة بينهم، بل تكون هناك دائنية متوازية لعدم إرتباط حملتها بالمشروع ، كل ما في الأمر أنهم ينتظمون عند الحاجة في جهة تمثل حقوق الدائنين على مصدري السندات.
- ✓ في الصكوك إذا لم تتم تغطية الإصدار، أو المقدار الضروري منه لإيجاد المشروع لا يتم الإصدار، و يرد للمكتتبين ما دفعوه، في حين أن الإكتتاب في السندات- رغم وضع سقف له- لا إرتباط له بمشروع معين، ويمكن توفير مبالغ من قروض ربوية منفصلة، وهنا تنشأ المخاطر الائتمانية المباشرة بين حملة الصكوك و مصدريها.
- ✓ يجب تقديم معلومات كافية عن الموجودات أو المشاريع التي تمثلها الصكوك، وقد تقدم بيانات في السندات لكن الغرض منها طمأنة حملتها على التدفقات النقدية الكفيلة بدفع العوائد، وإطفاء السندات فضلاً عن التواصل على جذب مدخرات المودعين.
- ✓ التداول في الصكوك مختلف تماماً عنه في السندات، فالتداول في الصكوك، وهو بيع حامل الصك حصته في الموجودات إلى حامل الصك الجديد، أما في السندات فهو خصم للدين المترتب لحامله في ذمة الحصة المصدرة¹، ويمكن إستخلاص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية بالجدول التالي:

جدول رقم (1، 1): مقارنة بين صكوك الإسلامية والسندات التقليدية

عناصر المقارنة	صكوك الاستثمار الشرعية	السندات التقليدية
1- الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل	قرض ربوي بفوائد ثابتة إما أن يكون قصير أو متوسط أو طويل الأجل
2- آلية الإصدار	الإكتتاب العام والخاص مع مراعاة الضوابط الشرعية	الإكتتاب العام والخاص
3- التداول	قابليتها للتداول باستثناء صكوك السلم والإستصناع وفق شروط معينة	قابليتها للتداول
4- الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة	الفوائد دورية ومحددة سلفاً
5- إلزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد إلزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	لا يوجد إلزام بأحكام الشريعة الإسلامية
6- التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى "أرباب مال"	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم "مقرضين"

.../...

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 26- 27

<p>تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد</p>	<p>لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعاً أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلاً في شخصيته مستقلاً بذمته المالية عن طرفي العقد</p>	<p>7- ضمان رأس المال</p>
<p>يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقاً لمنصوص عليه في نشرة الإصدار</p>	<p>يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها.</p>	<p>8- الإطفاء</p>

المصدر: وليد الشايجي، عبد الله الحجي، صكوك الإستثمار الشرعية، مرجع سابق، ص 938

وتجدر الإشارة هنا إلى توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والوحدة الإستثمارية في الصناديق الإستثمارية، فكلاهما وثيقة لإثبات تملك حاملها جزءاً مشاعاً من موجودات صندوق الإستثمار أو موجودات وعاء الصكوك و مع هذا التشابه إلا أنهما يفترقان، وقبل التطرق إلى أوجه الاختلاف، لابد من تعريف الوحدة الإستثمارية: وهي حصة مشاعة في صندوق إستثماري، والصندوق الإستثماري: وعاء تنشئه مؤسسة مالية متخصصة في إدارة الإستثمارات، لغرض جمع الأموال و إستثمارها في مجالات متعددة. إذن فالإختلاف بين الصك و الوحدة الإستثمارية، يكون فيما يلي¹:

أن الصكوك مهيأة لتداولها بيعاً وشراء في أسواق البورصات العالمية، إذ هي بديل شرعي عن السندات التقليدية المبينة على الإقتراض الربوي، أما الوحدة الإستثمارية فتداولها في الغالب محصور بين مالك الوحدة و مدير الصندوق، إلا أن بعض الأنظمة تتيح تداول وحدات الصندوق في السوق الثانوية.

-أن الصكوك تنشأ عادةً لتمويل المصدر و إستثمار المكتتب، بينما إنشاء الصناديق في الأصل إنما يكون لتمويل منشئ الصندوق أو غيره، فالغالب أن غرض الصندوق إستثماري بحت، بينما الصكوك لا تنشأ إلا للتمويل من جهة، والإستثمار من جهة أخرى في الوقت نفسه.

¹ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 3

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول عملية التصكيك الإسلامي

التصكيك الإسلامي موضوع متشعب وكبير، والتطورات فيه متسارعة، متعاقبة على نحو فاق التوقعات، بل أصبح التصكيك الإسلامي من أكثر منتجات الصناعة المالية الإسلامية المعاصرة نمو واتساعاً، وعليه فقد غدا حديث الساعة، وأصبح التصور العام له من الأهمية بمكان للعاملين والمهتمين بالصناعة المالية الإسلامية خصوصاً والماليين والإقتصاديين عموماً¹. إذن، ما هو التصكيك الإسلامي؟ وما هي ضوابطه وآلياته؟ وما هي أهم أوجه المقارنة بينه وبين التوريق التقليدي، وعليه نحاول من خلال ما يلي الإجابة على هذه الأسئلة في المطالب الآتية.

المطلب الأول: مفهوم التصكيك الإسلامي

إن عملية إصدار الصكوك الإسلامية تسمى بالتصكيك، ويطلق عليها كذلك مصطلح التوريق أو التسنيد، فالتصكيك النسبة فيه إلى الصكوك الإسلامية وهو ما ينتج عن العملية المذكورة، والتوريق إلى الأوراق المالية والتسنيدي إلى السندات²، وقد اعتبر كثير من الباحثين أن مصطلحي التوريق والتصكيك مترادفان يطلق أحدهما على الآخر، وهو النهج الذي مشى عليه المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث ورد فيه أن التوريق يطلق عليه التصكيك والتسنيدي، غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرون في 1423هـ/2002م، أوصى بإختيار تسمية التصكيك بدلاً عن مصطلح التوريق³، وقد أصطلح الفقهاء لتسمية عملية التوريق في الإطار الإسلامي بعملية التصكيك وذلك لسببين هما:

- 1 - كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات والتي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على الديون والفائدة المحرمة.
 - 2 - كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون، من خلال تحويل تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل⁴.
- وإن عملية التصكيك الإسلامي لأغراض الإستثمار لم تكن معروفة في الفقه الإسلامي، وإنما نشأت وتطورت في أحضان الإقتصاديات التقليدية⁵ تحت مسمى التوريق، وهي تعريب لمصطلح إقتصادي نسبياً وهو Securitization⁶، حيث ظهرت الجذور الأولى لعملية التوريق التقليدي في السوق الأمريكية، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار السندات المدعمة بالموجودات العقارية MBS* كأول عملية للتوريق بتشجيع ودعم من الحكومة الأمريكية لإيجاد سوق ثانوية للرهن العقاري، ومساعدة البنوك الأمريكية على التخلص من قروض الإسكان غير السائلة، ثم سرعان ما طالت عمليات التوريق الذم الناتجة عن إستخدام البطاقات الائتمانية والحسابات المدينة، وبدأت هذه الظاهرة بالإننتشار في أوروبا وأسواق دول أخرى مثل كندا، وأستراليا، وغيرها، كوسيلة حيوية لدعم التمويل المصرفي لأغراض الإسكان، وأداة فاعلة لإدارة الميزانية بشكل أفضل، وتحرير الرأس المال المجمد في الأصول غير السائلة، من خلال إنشاء أوراق مالية مدعومة بهذه الموجودات

¹ عبد القادر زبون، التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 22

² محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4

³ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 5

⁴ فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة إلى "منتدى الصيرفة الإسلامية"، بيروت، لبنان، جويلية 2008، ص 2

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 22

⁶ فؤاد ميجين، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 14

* Mortgage-Backed Securities (MBS): وهي سندات تقوم بإصدارها قناة إصدار متخصصة مقابل أدونات دين مسنودة برهن عقاري، فتصبح الإيرادات المتوقعة من هذه الأدونات والرهون ضماناً لمشتري السندات.

يتم تداولها بيعاً وشراءً في السوق المالية¹، والناظر في التوريق التقليدي يرى به عمليات محظور، لأنه لا يجوز في الشرع تصكيك الديون لتداولها بعائدات* لإشتمالها على الربا الصريح²، لذلك جاءت الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية ذات الصلة الوثيقة بالديون والقروض المضمونة، وهذا ما لا يتفق والمبادئ الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بإعتماد آلياتها الخاصة الموافقة أصلاً للشرعية الإسلامية بشكل أساسي، بدل الإعتماد على آليات السوق التقليدية³، والحقيقة أن إصدار صكوك إسلامية كان يستلزم إجازة التوريق Securitization من الناحية الشرعية في إطار التمويل الإسلامي، لذلك سنحاول توضيح معنى التوريق، وهو المصطلح الشائع في الأوساط المالية التقليدية، و تعريف المصطلح المقابل له، والمتداول في المؤسسات المالية الإسلامية، وهو ما يعرف بالتصكيك، وإن كان الغرض من المصطلحين متقارباً، إلا أن المضمون متباين إلى حد كبير.

أولاً- مفهوم التوريق:

هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة، ووضعها في صورة دين واحد معزز إئتمانياً، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمؤسسة المالية⁴.

وبعبارة أخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية المرتبطة بالقروض الأصلي إلى آخرين، والذي يتم غالباً من خلال الشركة ذات الغرض الخاص - Special Purpose Vehicle - SPV، أو من خلال بنوك متمرسة في هذا المجال. إذاً التوريق يستلزم تجميع الموجودات كالديون بضمان الرهونات على إختلاف أنواعها ثم بيعها للشركة ذات الغرض

الخاص SPV، وهذه الشركة تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية مدعومة بتلك الموجودات (الديون)، وطرحها في الأسواق للجمهور، فالمكون الأساسي لعملية التوريق هو الديون المولدة أو المدرة للدخل، والذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب من إستثماره، لذلك فإن الديون التي يراد توريقها يجب أن تتمتع بدرجة عالية من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين، من حيث نوعيتها، ودرجة تصنيفها الإئتماني، وتمتعها بسجل تاريخي جيد، يشهد الإنتظام في السداد، وبالتالي تحقيق دخل مستمر ومنظم، بالإضافة إلى تمتعها بدرجة مقبولة من المخاطر.

وهكذا نقضي عملية (التوريق) إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول نقدية سائلة، تستخدم عادةً لتمويل عمليات مصرفية جديدة وتوظيفاات أخرى⁵.

يلاحظ من خلال تعريف التوريق أنه لا يشمل عملية التوريق في المؤسسات المالية الإسلامية، التي يكون محل التوريق فيها الموجودات العينية والمنافع والخدمات والحقوق المعنوية، الأمر الذي يتطلب تعريفاً خاصاً للتوريق الإسلامي، والذي أختير له مصطلح التصكيك كما ذكر آنفاً.

ثانياً- تعريف التصكيك الإسلامي:

- يمكن تعريف التصكيك الإسلامي بأنه عملية تحويل المال المراد إستثماره إلى صكوك، من أجل طرحها للبيع.

¹ فؤاد معجمن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 14

* أما إذا طرحت سندات لا تدر عائدات فلا بأس، كالتى تصدرها الحكومات في أوقات الكوارث، أو تصدرها المؤسسات الخيرية، لأنها تعتبر قرضاً حسناً، فيجوز إصدارها وتداولها وفق الضوابط الشرعية للتصرف في الديون.

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 24

³ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 32، بتصرف

⁴ عجيل جاسم النمشي، التوريق والتصكيك و تطبيقاتها، ورقة بحث مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي"، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م، ص 3

⁵ فؤاد معجمن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4-5

- وقد جاء تعريفه في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (3/15) لسنة 2004م، حيث ينص على أن التصكيك هو: «إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً»¹.
- ويعرف أيضاً بأنه عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، قابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعياناً، وذات آجال محددة، وبعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر².
- وفي تعريف آخر لعملية التصكيك بأنها: تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء، يمثل كل منها صكاً قابلاً للتداول لأغراض الإستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية³.
- إن المتمعن في هذه التعاريف سيجد أن للتصكيك الإسلامي خصائص تميزه عن التوريق، رغم التماثل الكبير بينهما من حيث الإجراءات التنظيمية والتقنية، ومن أهمها ما يلي:

- 1 - التصكيك يمكن أن يؤطر بإطار زمني محدد، حيث يتم إصدار الصكوك بموجبها لمدة محددة، وهو بذلك يتفق مع عملية التوريق؛
- 2 - الذمة المالية المفصولة تعني نظرياً وجود الشركة ذات الغرض الخاص SPV والتي تشتري الصكوك المراد تصكيكها من المصدر الأصلي للصكوك بقيمة نقدية، وتدفع ثمنها له من حصيلة الإكتتاب في الصكوك الصادرة عنها؛
- 3 - في حالة تحديد العائد مسبقاً بالنسبة للصك (حالة صكوك الإجارة)، فهذا لا يعني خلوها من المخاطر، وبالتالي تبعتها عن السندات ذات الفائدة الثابتة والخالية من المخاطرة، حيث يحصل حملة السندات عن عملية التوريق على فوائد محددة مسبقاً بالإضافة إلى أصل الدين، وعلى غرار ذلك يعتمد العائد الذي يحصل عليه حامل الصك الناتج عن عملية التصكيك الإسلامي على ما تحققه تلك الأصول من ربح أو خسارة؛
- 4 - ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً والغلبة فيها للأعيان (موجودات حقيقية)، وهذا عكس التوريق التقليدي الذي يقوم غالباً على توريق الديون؛
- 5 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول في السوق المالية متى ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول⁴.
- 6 - يكون التصكيك في بداية العملية لجمع الأموال اللازمة للمشروع، بينما التوريق يكون لديون قائمة من قبل، فذلك هناك من يسمي التصكيك بـ "التوريق ابتداءً" والتوريق التقليدي بـ "التوريق إنتهاءً" *.

كما تجدر الإشارة أن عملية التصكيك يمكن أن تأخذ إتجاهين أساسين:

- أ- التصكيك يتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة يتم إصدار الصكوك بموجبها لمدة محددة، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول.
- ب- التصكيك يتعلق بتمويل فكرة إستشارية معينة بإصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو المجالات الإستثمارية المحددة على أن يكون لحملة الصكوك هذه العوائد من النتائج المتوقعة من هذا الإستثمار، وهي بذلك تمثل مضاربة أو وكالة أو مشاركة مقيدة.

¹ أنظر: مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الخامسة عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، المنعقد بمسقط سلطنة عُمان، 6-11 مارس 2004م. المتاح على الرابط:

<http://www.fiqhacademy.org.sa/qarat/15-3.htm>، تاريخ الإطلاع: 2010/12/12

² فتح محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 2

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 24

⁴ فتح محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 2. وعبد القادر زبيوني، التصكيك الإسلامي، مرجع سابق، ص 3

* مصطلح للدكتور أشرف محمد دوايه

وفي هذا الإطار، توجد العديد من الموجودات القابلة للتصكيك الإسلامي على النحو التالي:

أ- الأصول المنقولة والثابتة المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين.

ب- الإستثمارات القائمة على صيغة المشاركة.

ج- ذم البيوع المختلفة (كالمراحة، والسلم والاستصناع)، وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء التصكيك

بقيمتها الإسمية - وفي ذلك منافع للمصك الأصلي (المنشئ)، حيث تأتيه موارده الحالية، بدلاً من وريدها مستقبلاً.

د- المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة؛

هـ- عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة في المنافع المتوقعة، يمكن أن تكون كذلك محلاً

لعمليات التصكيك وغيرها من الموجودات التي تستوفي الضوابط الشرعية.

و- ويستبعد بصفة قطعية الأصول القائمة على أساس الديون الربوية، وتلك التي تحمل فوائد محددة، بالإضافة

إلى الموجودات المحرمة شرعاً¹.

وعليه، يلاحظ أن المفهوم الإسلامي للتوريق (التصكيك) أكثر شمولاً من التوريق في الإقتصاد التقليدي²، نظراً، لأن عملية

تحويل الموجودات إلى صكوك إستثمارية إسلامية من خلال عملية التصكيك وفق صيغ التمويل الإسلامية تشمل كل أنواع

الأصول³، فيمكن أن تكون أصولاً عينية ومعنوية، أو تكون مجموعة من الأصول العينية والنقدية والديون في الذمة والمنافع،

تضم بعضها إلى بعض، وتصدر على أساسها صكوك تمثل ملكيتها وفق شروط وضوابط شرعية، يتم التطرق إليها في

المطلب الموالي من هذا المبحث، ما ينتج عنه تنوع الصكوك تبعاً لتنوع الصيغ التي تصدر على أساسها الصكوك³. إذن هذه

هي الصورة العامة لعملية التصكيك فإذا كانت تقليدية (أي إصدار سندات) فإن محلها يكون عادة ما يكون الديون، أما

عمليات التصكيك في الصناعة المالية الإسلامية فتكون عادة وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية⁴.

المطلب الثاني: الأطر الشرعية العامة التي تحكم عملية التصكيك

إن الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالإستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ

التمويل الإسلامية، وتترتب على هذا أحكام وآثار هذه الصيغة⁵.

وقد سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى أحكام شرعية تضبط عملية التصكيك، بهدف عدم

خروج الصكوك الإسلامية في أي مرحلة من مراحلها عن الشيء الذي وجدت من أجله⁶.

لذلك نجد أن عملية التصكيك وما تتضمنه من آليات محكومة بضوابط شرعية وهيكلية عامة تنطبق على جميع عمليات

أنواع إصدار الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى ضوابط شرعية خاصة وفقاً للصيغة التي تمت عملية التصكيك على

أساسها⁷.

¹ فتح محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 2-3

* يمكن حصر الأصول في: الأعيان، المنافع، الخدمات، فيندرج تحت الأعيان المباني بأنواعها: المباني السكنية، المستشفيات، المطارات، المؤام، والجسور، ويندرج تحت المنافع: منافع العقارات وسائر الأصول، وتحت الخدمات: التعليم بكافة مستوياته وأنواعه، والصحة، كما يمكن أن تجتمع مع الأعيان والمنافع: النقود والديون في فترة من فترات المشروع.

² نقلاً عن مقال بعنوان: التوريق خريطة طريق لمعالجة ديونك الإسلامية، مجلة القيس، القسم الإقتصادي، العدد: 12369، الكويت، الصادرة بتاريخ: 7 نوفمبر 2007، ص 48.

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 33

⁴ محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4، بتصرف

⁵ فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 21

⁶ كمال توفيق حطاب، الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدين

الإمارات، 31 ماي-03 جوان 2009م، ص 18

⁷ فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 21

ونحاول من خلال ما يلي الإقتصار على الضوابط الهيكلية والشرعية العامة دون الخاصة.

أولاً- الضوابط الهيكلية العامة لعملية التصكيك:

تخضع عملية التصكيك لمجموعة من الضوابط الهيكلية العامة يجب مراعاتها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة، وتحقق الأهداف التي وضعت من أجلها، وتتمثل هذه الضوابط فيما يلي¹:

- 1 - أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً، صالحة للتصكيك بدون وقوع المحظورات الشرعية كالربا والغرر.
- 2 - أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذم من المنشئ إلى شركة التصكيك نقداً للإبتعاد عن بيع الدين بالدين.
- 3 - أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً، مع إستيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة الإصدار للصكوك أو في تداولها في السوق الثانوي.
- 4 - توفر عنصر الملكية للأصول حتى تصح عملية البيع والشراء وتبرر الإستفادة من العوائد.
- 5 - يجب أن يراعى في إصدار الصكوك الأولويات في الإقتصاد الإسلامي.
- 6 - يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

ثانياً- الأطر الشرعية العامة لإصدار الصكوك الإسلامية:

إن عقد إصدار الصكوك الإسلامية، هو العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الإستثمارية على أساسه، لأن كل إصدار يجب أن يكون على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتترتب عليه أحكام وآثار هذه الصيغة، إذ يوجه الإيجاب إلى المكتتبين عن طريق نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسه، أما القبول فإنه يكون بالإكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها ليكون المكتتب بذلك خاضعاً لجميع الشروط التي تملئها نشرة الإصدار، سواء ما يتعلق بالتكاليف أو حدود مسؤوليات المكتتبين².

ومن أهم الأطر الشرعية العامة التي تحكم عملية إصدار الصكوك الإسلامية:

1- الإطار الأول: ملكية حامل الصك لحصة شائعة في موجودات المشروع

أن يثبت الصك، ملكية حامل الصك لحصة شائعة في موجودات المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، هذه الموجودات قد تكون (أعياناً، أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة)، وتستثمر هذه الملكية مدة وجود المشروع من بدايته إلى نهايته، ما يترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها³، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الإستثمار، بند 2 والبند 5-1-2، وعلى المدير إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وأن لا يبيحها في موجوداته⁴.

¹ نقلا عن: عبد القادر زويقي، التصكيك الإسلامي، مرجع سابق، ص4

² حسين حامد حسان، ماهية الصكوك، مرجع سابق، ص22

³ فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 22

⁴ نقلا عن: صفية أبوبكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص21

2- الإطار الثاني: إصدار الصكوك الإستثمارية وفق إحدى صيغ التمويل الإسلامية

أن يقوم إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتترتب على هذه الصكوك (وفق الصيغة الإستثمارية المطروحة بها) كافة الآثار والأحكام المترتبة على الصيغة الإستثمارية الإسلامية التي صدرت على أساسها الصكوك، وذلك بعد قفل باب الإكتتاب¹.

3- الإطار الثالث: الإيجاب والقبول في الإكتتاب

تدل العبارتان المتطابقتان الإيجاب والقبول في أي شكل من أشكال العقد على إتفاق الطرفين (ويعبر عنه بالتراضي) وهي من أركان العقد الأساسية.

ويقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، حيث أن عملية الإعلان عن بدء الإكتتاب وطرح الصكوك للجمهور من قبل جهة الإصدار يعتبر (قبولاً) ويعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، أما الإيجاب يعبر عنه بالإكتتاب في هذه الصكوك من قبل الجمهور²، وهذا ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب ورفضها، وهذا الإتجاه يساند قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة، حيث جاء فيه: «يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن الإيجاب يعبر عنه بالإكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة»³.

وقد جاء في المعيار الشرعي رقم (17) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص، وفي نفس السياق: «تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين ويمثل الإكتتاب في الصكوك الإيجاب، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب، فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الإكتتاب قبولاً»⁴، وقد أخذ بهذا الرأي الأخير بعض الباحثين، أي أنه يعتبر إصدار الصكوك (إيجاب)، وإكتتاب الجمهور قبول. والباحثة تساند هذا الرأي، لأنه وبحسب الطبع، القبول يقع متأخراً، لما أوجبه الموجب، بإعتبار أن إصدار الصكوك الإسلامية يعني موافقة المصدر مسبقاً ولا حاجة لموافقة أخرى، وعلى أن موافقة الجمهور يكون قبولاً للإيجاب الذي صدر من مصدر الصكوك، والأصل أن الجمهور يقبل لا أنه يوجب، ولأن الإيجاب يأتي من عارض الصفقة وهو مصدر الصكوك، وتكون النشرة التي يصدرها بمثابة إعلام للجمهور، ببنود العقد، وبقراءة الجمهور لهذه النشرة والإكتتاب في الصكوك يكونون قد قبلوا العرض، وفي تبني هذا الإتجاه إختصار لخطوات الإكتتاب وتقليل التكاليف المالية والوقت المترتبة على طول تسلسل إجراءات الإكتتاب في الصكوك⁵.

وقد يقال أن المضارب حسب هذا الرأي يستقل بإعداد نشرة الإصدار، وما تتضمنه من دراسة الجدوى للمشروع وشروط الإستثمار، ولا يملك المكتتبون (أرباب المال) إلا قبول هذه النشرة والإكتتاب فيها، أو عدم قبولها، فكيف يتسنى لهم وضع الشروط التي يرونها محققة لمصالحهم. يمكن القول أن مبدأ العرض والطلب على رأس المال يحمل المضاربين (مصدري الصكوك) تضمين نشرات الإصدار الشروط التي تحقق مصالح

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 53

² فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، ص 22

³ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 2161

⁴ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 242

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 53

أرباب المال، وتجذبهم إلى الإكتتاب لتمويل مشروعاتهم فتحقق الغرض، ويكون قبول المكتتب دليلاً على رضا بما جاء في نشرة الإصدار، فكأنه شريك في إعدادها¹.

4- الإطار الرابع: أجل الصكوك الإسلامية

يجوز أن تصدر الصكوك الإسلامية لأجل قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالأطر الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه².

5- الإطار الخامس: التعهد بتغطية الإكتتاب

قد تسعى جهة الإصدار إلى تغطية الإكتتاب في الصكوك كلياً أو جزئياً من قبل مؤسسة مالية مستعدة لهذا التعهد، «وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان تعهد الملتزم بالإكتتاب بالقيمة الإسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه-غير الضمان- مثل إعداد الدراسات أو تسويق الصكوك»³، وفقاً لما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 67 (1/7) بذات الخصوص، فلا يجوز شرعاً تقاضي أي عمولة على الضمان، فلا يجتمع أجر وضمان⁴.

وقد أكدت على ذلك المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث جاء فيها: «يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، ويكون الإلتزام من متعهد الإكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالإكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد»⁵.

6- الإطار السادس: مصاريف التأسيس والتسويق للصكوك الإسلامية

تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية القيام بمجموعة من الإجراءات التمهيديّة والتنظيمية والإدارية (كمطالبات الترخيص، والاستثمارات وغيرها)، وهو ما يترتب عليه من مصاريف، كمصاريف التأسيس، وعادة ما تحمل هذه المصاريف على الصكوك، حيث يتم خصمها من خلال مطالبة المكتتبين بها عند الإكتتاب، أو خصمها من صافي الربح قبل توزيعه، هذه المصاريف لا غبار عليها من الناحية الشرعية، إذا كانت هذه المصاريف حقيقية أي فعلية، وينص عليها في نشرة الإصدار (الإكتتاب)، أن يتم تحميلها على رأس المال، مع تحديدها بمبلغ معين أو حد أقصى يذكر في نشرة الإكتتاب⁶، وعلى هذا جاءت إحدى فتاوى الحلقة الفقهية الأولى لدلة البركة، إذ نصت على أنه: «يجوز أن تحمل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة، إذا تضمنتها نشرة الإصدار، وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين، أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب»⁷.

وجاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص: «إن إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديراً مناسباً»⁸.

ونفس الشيء بالنسبة لمصاريف التسويق، فقد تلجأ جهة الإصدار بهدف توسيع دائرة الطلب على الصكوك من خلال مؤسسة تسويقية مختصة لتسويق الصكوك، إذ تتولى عملية الترويج والإقناع وعدة مهام تقوم بها في

¹ فؤاد مجيب، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص22

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص77

³ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، القرار الأول، مرجع سابق، ص73

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص74

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص243

⁶ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص75

⁷ أنظر: مجموعة دلة البركة، الفتاوى الشرعية في الاقتصاد لندوات البركة الأولى 1403هـ حتى السادسة 1410هـ، الطبعة الثالثة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، 1413هـ/1993م، ص141

⁸ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد السابع، المجلد الأول، القرار الأول، مرجع سابق، ص73

هذا المجال من أجل حث المستثمرين على الإكتتاب في الصكوك المطروحة، بصفتها وكيلة عن الجهة المصدرة للصكوك، وتتقاضى مقابل ذلك عمولات محددة، وحكمها الشرعي هو نفس حكم مصاريف التأسيس.

7- الإطار السابع: تقسيط سداد قيمة الصكوك الإسلامية عند الإكتتاب

قد تقوم الجهة المصدرة للصكوك بإتاحة فرصة تسديد قيمة الصك بالتقسيط، بهدف جلب أكبر عدد من المكتتبين لتغطية إصدارها¹، وقد جاء بالمعيار الشرعي رقم 12 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص أنه يجوز تقسيط قيمة الصك عند الإكتتاب بأداء قسط وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه، وملتزمًا بزيادة رأس ماله في الشركة، شريطة أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الصكوك، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها².

8- الإطار الثامن: أجر وحافز مدير الإستثمار

مدير الإستثمار هو من يسيير إستثمارات الصكوك الإسلامية إما بصفته أجيبراً أو وكيلاً للإستثمار، فيشبه السمسار ويتقاضى أتعاباً أو أجراً مقابل إدارته لتلك الإستثمارات، وإما بصفته مضارباً أو شريكاً عاملاً له حصة شائعة ومعلومة من الربح، وقد تقوم جهة الإصدار بتحديد أتعاب أو أجر مدير الإستثمار على أساس نسبة من صافي الأصول، ونظراً لأن مدير الإستثمار وكيلاً بأجر فإن هذا النوع من الأتعاب جائز شرعاً. أما طريقة دفع هذه الأتعاب، سواء في بداية كل فترة معينة، أو في نهايتها، وهذا الأمر مسألة خلافية بين الفقهاء «وهنا يجب التفرقة بين إستحقاق الأجر، ويكون بمجرد التعاقد بلا خلاف بين الفقهاء، وبين تملكه وحق المطالبة، فهناك من الفقهاء من يرى أنه يجوز تعجيله أو دفعه مقدماً بمجرد التعاقد، بينما يرى فقهاء آخرون كالحنفية والمالكية أن الأجر يمتلك بعد استيفاء المنفعة في نهاية كل مدة لها وقع في الأجر، وبالتالي يجوز تأخيرها إلى نهاية المدة»³.

كما قد يحصل مدير الإستثمار سواء أكان أجيبراً أو وكيلاً للإستثمار أو مضارباً أو شريكاً على حافز حسن أداء كنسبة من صافي فائض الأرباح، إذا زادت الأرباح عن حد معين.

وهذا الأمر مسألة خلافية بين الفقهاء، فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز منح هذه الأتعاب كجزء من أجر مدير الإستثمار، لأن يدخل فقهيّاً في مسألة كون الأجر جزءاً من ناتج العمل.

ورغم ذلك فإن إبن قدام هذكر صورة شبيهة بهذه الأتعاب وأجازها، وهذا ما يفهم من قوله «إذا قال: بع هذا الثوب بعشرة فما زاد عليها فهولك صحّ، واستحق الزيادة، وقال الشافعي لا يصح، ولنا أن إبن عباس كان يرى بذلك بأساً، ولأنه تصرف في ماله بإذنه، فصح شرط الربح له في الثاني، كالمضارب والعامل في المساقاة»⁴.

وفقاً لهذا القول الذي يعكس سعة الفقه الإسلامي، فإن أتعاب حسن الأداء تجوز شرعاً، وقد جاء بالمعيار الشرعي رقم 13 بشأن المضاربة أنه: «إذا إشتراط أحد الطرفين لنفسه مبلغاً مقطوعاً فسدت المضاربة، ولا يشمل هذا المنع إذا إتفق الطرفان على أنه إذا زادت الأرباح عن نسبة معينة فإن أحد طرفي المضاربة يختص بالربح الزائد عن تلك النسبة، فإذا كانت الأرباح بتلك النسبة أو دونها فتوزع الأرباح على ما إتفقا عليه»⁵.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص76

² المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (12) الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة، مرجع سابق، ص 168

³ محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الإستثمار من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى "ندوة صناديق الإستثمار في مصر الواقع والمستقبل"، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، 2 مارس 1997، ص55، نقلا عن: أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، ص 78

⁴ إبن قدامه، المغني، مكتبة الرياض الحديثة، الرياض، المملكة العربية السعودية، بدون تاريخ نشر، 442/5، نقلا عن: أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، ص79

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (13) المضاربة، مرجع سابق، ص 185

9- الإطار التاسع: التعهد بضمان القيمة الإسمية للصكوك الإسلامية

قد يكون هذا التعهد من جهة الإصدار، أو من طرف ثالث

أ- التعهد من جهة الإصدار:

قد تقوم جهة الإصدار بالتعهد بلمعاودة شراء الصكوك المكتتب فيها، من قبل المستثمرين، بنفس القيمة الإسمية المكتتب فيها، والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الإكتتاب، وذلك بهدف محافظة جهة الإصدار على فئة معينة من هؤلاء المستثمرين، وتسعى إلى تجنبهم تحمل أي خسائر يمكن أن تلحق بهم. وهذا الأمر لا يجوز شرعاً، لأنه من قبيل ضمان الشريك لرأس المال، فيضمن رب المال بذلك أصل ماله، بالإضافة إلى ما قد يحصل له من أرباح خلال إمتلاكه للورقة المالية، وهذا ممنوع شرعاً.

والإستثمار في الإسلام يقوم على العُثم والغُرم، وهذا هو مدلول الصكوك الإسلامية، فالأصل فيها المشاركة بين أطرافها في الربح والخسارة دون مغنم لأحدهما على حساب مغرم للآخر.

وعندما تكون العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي شركة في رأس المال أو الربح، (أي المشاركة أو المضاربة)، فإن الوعد بالشراء بالصفة المذكورة يؤول إلى ضمان الشريك لحصة شريكه أو المضارب لرأس المال والربح، وهذا مخالف لإجماع المسلمين قديماً وحديثاً، ولذلك فهو غير مقبول، وبالتالي لا يجوز لجهة الإصدار أن تتعهد بضمان القيمة الإسمية للصكوك¹، وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص «لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة لرأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان وإستحق المضارب ربح المضاربة المثل»².

وجاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بهذا الشأن ما يلي:

- «يراعي في نشرة الإصدار أن لا تشمل على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الإسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرأ معيناً من الربح»³.
- «لا يجوز أن تشمل شروط الشركة أو أسس توزيع أرباحها على أي نص أو شرط يؤدي إلى إحتمال قطع الإشتراك في الربح، فإذا وقع كان العقد باطلاً»⁴.
- «يجوز أن يصدر أحد أطراف الشركة وعدأ ملزماً بشراء موجودات الشركة خلال مدتها أو عند التصفية بالقيمة السوقية، أو بما يتفق عليه عند الشراء، ولا يجوز الوعد بالشراء بالقيمة الإسمية»⁵.
- «... لا يجوز إشتراط الضمان على المضارب أو وكيل الإستثمار سواء كان الضمان للأصل أم للربح، ولا يجوز تسويق عملياتها على أنها إستثمار مضمون»⁶.

كما أكد المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنه: «لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الإستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الإسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة، أو بثمن يتفق عليه عند الشراء ، علماً بأن مدير الصكوك ضامن لرأس المال

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، المرجع سابق، ص 80-81

² مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 243

⁴ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (12) الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة، مرجع سابق، ص 165

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 166

⁶ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (05) الضمانات، المرجع السابق، ص 48

بالقيمة الإسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط، سواء كان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالإستثمار.

أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالإستثمار تقتصر على أصول مؤجرة منتهية بالتملك، فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول، عند إطفاء الصكوك، بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول بإعتبارها تمثل صافي قيمتها».

ويجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الإسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالإستثمار¹. ولا يقال أنها أصبحت بذلك مثل السند التقليدي، إذ السند دين، أما صك الإجارة فهو ملكية أصل مؤجر².

وفي هذا السياق أصدر المجلس الإستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة بإعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك التي تنظم وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمرابحة³:

- وقد قرر المجلس الإستشاري الشرعي بماليزيا أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي أن لا يتجاوز 1,33 (واحد والثلاث) مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0,67 (الثلثين) مرة من قيمة السوق أي أن ثمن بيع الأصول لا بد أن يكون محصوراً ما بين 0,67 و 1,33 ($0,67 < \text{ثمن بيع الأصول} < 1,33$)

- وللمزيد من تسهيل عملية تحديد سعر الأصول قرر المجلس الاستشاري الشرعي أن القيمة السوقية إذا لم يمكن تحديدها، يلجأ إلى القيمة العادلة أو غيرها من القيم التي تعتبر مناسبة ويمكن إستخدامها ما دامت تستند إلى التراضي بين المشتري والبائع وتقييم مناسب، وتعتبر القيمة الدفترية الصافية (NBV) أمراً غير مقبول.

ب- التعهد من طرف ثالث مستقل:

قد يقوم طرف ثالث مستقل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي التعاقد بضمان القيمة الإسمية للصكوك، وهذا جائز شرعاً، لأن ذلك التعهد وعد بالبيع بطريق (بيع التولية *) ، بمثل الثمن الأول، وهو من بيوع الأمانة المعروفة، وكما تصح المواعدة على الشراء والبيع بالمساومة أو بسعر السوق يوم البيع، يصح أن يكون السعر فيها هو سعر الشراء الأصلي دون مراعاة تغير القيم⁴.

وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: «ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون إلتزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بإلتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد، وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان المضاربة أو الإمتناع عن الوفاء بإلتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الإلتزام كان محل إعتبار العقد»⁵.

¹ توصيات المجلس الشرعي بمهية المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 27-28 ماي 2008م

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 83-84

³ صفية أوبكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 23

* «التولية: أن يشترط البائع في بيع السلعة أنها بما إشتراها به، أي بما قام على البائع من ثمن أو غيره . والمثال على صيغتها، أن يقول البائع للمشتري: بعته لك بما إشترايته به. والتولية إما تكون في بيع

العروض وليس الصرف»، نقل عن: محمد عمارة، قاموس المصطلحات في الحضارة الإسلامية، مرجع سابق، ص 135

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 84

⁵ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

وجاء بالمعيار الشرعي رقم (17) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: «...يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات التعدي أو تقصيره»¹.

10- الإطار العاشر: إشتراط المصدر على المستثمر بيع الصكوك الإسلامية

لا يجوز شرعاً لجهة الإصدار، أن تلزم المكتتبين على بيع صكوكهم لها، من خلال النص صراحة على ذلك في نشرة الإكتتاب وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: «لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين»².

11- الإطار الحادي عشر: تعهد جهة الإصدار بتقديم قروض للمستثمرين عند نقص الربح

قد تتعهد جهة الإصدار بتقديم قروض للمستثمرين عند نقصان الربح الحقيقي عن الربح المتوقع، وهذا داخل في بيع وسلف، وقد ثبت عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه نهى عن بيع وسلف. وقد جاء بتوصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنه «لا يجوز لمدير الصكوك، سواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالإستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع»³.

12- الإطار الثاني عشر: الإحتياطي الرأسمالي

قد تقوم جهة الإصدار بتكوين إحتياطي لتغطية حالة نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، وهذا جائز شرعاً شريطة أن يكون منصوصاً على ذلك في نشرة الإكتتاب⁴. وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: «ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على إقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في إحتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال»⁵.

وجاء في المعيار الشرعي رقم (17) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: «يجوز أن ينظم مصدر أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (إحتياطي معدل التوزيع) مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. لا مانع شرعاً من إقتطاع نسبة معينة من العائد»⁶.

ومن الجدير بالذكر، أن الفقهاء اختلفوا في من يحق له الإستفادة من الإحتياطي، وذلك على أساس أن الإحتياطيات تستقطع كل فترة معينة، أو قد يستفيد منها مستثمرون آخرون غيرهم، حيث أن حملة الصكوك قابلين للتبديل من فترة لأخرى من خلال تداول الصكوك في سوق المالية.

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 243

² مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

³ توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 76

⁵ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

⁶ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 243

وبناءً على ذلك، فإن حامل الصك عند إسترده للصكوك يكون أمام حالتين:

الأولى: أن يستفيد عند إسترده للصكوك بحصته من الأرباح المحتجزة لتكوين الإحتياطي، ويترتب على ذلك أن تقوم الجهة المصدرة بالأخذ بعين الإعتبار ذلك الإحتياطي عند إعادة شرائها لصكوكها، وهو الأعدل لحاملي شهادات الصكوك.

والثانية: أن لا يستفيد عند إسترده للصكوك بالإحتياطي، وفقاً لما تم الإتفاق عليه في التعاقد، من خلال نشرة الإكتتاب، فيكون ذلك من قبيل الإبراء، حيث يبرئ مسترد الصكوك مما في ذمته من حصته في الإحتياطي، ويعتبر هذا الإطار معنياً ببحث الآليات التي يمكن بها علاج المخاطر التي تتعرض لها الصكوك¹.

13- الإطار الثالث عشر: مراعاة الشروط التالية في نشرة الإكتتاب

يراعى في نشرة الإكتتاب (الإصدار) أن تشمل جميع البيانات المطلوبة شرعاً، بحيث تتضمن ما يلي:

(أ) أن تتضمن النشرة شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ووكيل الدفع، وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

(ب) أن تتضمن النشرة تحديد مجال الإستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة والمضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، وغيرها من صيغ التمويل الأخرى².

(ج) أن ينص في النشرة على الإلتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت³.

(د) إستيفاء العقد الذي أصدر الصك على أساسه لأركانه وشروطه، وأن لا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.

(هـ) النص على أن يتم إستثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الإستثمار الشرعية.

(و) النص على مشاركة مالك كل صك في العُثم وأن يتحمل من العُثم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية⁴.

(ز) أن لا تشمل أي نص في نشرة الإصدار -صراحةً أو ضمناً- يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمته الإسمية في غير حالات التعدي والتقصير، ولا قدرماً معيناً من الربح⁵، وتوزيع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الإتفاق على نسب التوزيع، ويترتب على ذلك:

✓ عدم جواز إشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك، أو لصاحب المشروع في نشرة الإصدار والصكوك الصادرة بناءً عليها.

✓ أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إما بالتنقيص أو التقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنقيص أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 88-89

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 54

³ فؤاد مهيمن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 23

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 83

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 54

✓ يعد حساب أرباح وخسائر المشروع، وأن يكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك¹.

ثالثاً- الأطر الشرعية العامة لتداول وإسترداد والمتاجرة بالصكوك الإسلامية:

يمثل الصك الإستثماري ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وتترتب عليه جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه، من بيع ورهن وهبة وغير ذلك من التصرفات الشرعية، ومن هذا المنطلق؛ فإن التداول بالصكوك يعني: التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غيرها²، ولما كان تداول الصكوك تصرفاً فيها، فإنه يشترط في التداول ما يشترط في هذه التصرفات من شروط، ويترتب عليه ما يترتب على هذه التصرفات من آثار.

وأطر آليات تداول الصكوك الإسلامية على مستويين، أطر عامة تحكم كافة أنواع الصكوك، وأخرى خاصة تخص كل نوع على حد³، وفي هذا الفرع من المطالب نحاول الإقتصار على الأطر الشرعية العامة فقط التي تتعلق بآلية تداول الصكوك، وإستردادها، والمتاجرة فيها، دون الأطر الخاصة بكل نوع.

1- الأطر الشرعية العامة لتداول الصكوك الإسلامية:

لا يوجد في قواعد الشريعة ما يمنع من تداول صكوك الإستثمار الإسلامية، فهي تمثل حصة شائعة في موجودات، وتعتبر حيازتها وقبضها حيازة للحصة الشائعة نفسها، فيجوز لحاملها التصرف فيها بالبيع والهبة وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعاً للمالك، فالشريعة الإسلامية تجيز التصرف في الحصة الشائعة، كما تجيز التصرف في مجموع المال.

ويحكم تداول الصكوك الإسلامية مجموعة من الضوابط تابعة لطبيعة الموجودات -التي أحياناً نجدها خليطاً من نفود وديون وأعيان ومنافع أو حقوق معنوية، وأحياناً أخرى بعض هذه المكونات منفردة-، ونتيجة لذلك تختلف أحكام التصرف في هذه الصكوك وفقاً لنوعية تلك الموجودات كما يلي⁴:

أ - إذا كانت أكثر الموجودات نقوداً: وتكون الموجودات غالباً نقوداً في عدة حالات:

✓ عند بداية طرح الصكوك للإكتتاب، حتى غلق باب الإكتتاب، وتسلم جهة الإصدار للأموال المكتتب فيها، أي أثناء فترة الإكتتاب.

✓ عند بداية التشغيل، إذا لم يتم إستثمار الأموال وتحويلها إلى عمليات إستثمارية (أصول ومنافع).

وفي هذه الحالات التي تكون فيها الموجودات نقوداً سواء أثناء فترة الإكتتاب أو بعدها، فإنه لا يجوز تداول الصكوك بالبيع والشراء إلا وفقاً لأحكام الشريعة الخاصة بمبادلة نقد بنقد، فإنه ليس للمشارك في المشروع في هذه المرحلة أن يطالب بأي ربح إذا رغب في بيع الصكوك التي في حوزته، ولا يجوز أن يتبع إلا بقيمتها الإسمية دون زيادة أو نقص، ويعتبر هذا البيع إقالة أو فسحاً للإكتتاب وليس عقداً جديداً.

ب - إذا كانت أكثر موجودات المشروع ديوناً: تكون الموجودات ديوناً إذا توجه المشروع بإستثماره إلى عمليات البيع الآجل، سواء بيع المساومة* أو المرابحة أو في عمليات بيع السلم، فالمشروع حينما يشتري بضائع وأصول،

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 91

² فؤاد مكي، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 23

³ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 93

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 32

* «المساومة: بيع شئ من غير إعتبار ثمنه الأول -أي الفمن الذي يشتري به البائع- أو: عرض المبيع على المشتري للبيع مع ذكر وتحديد الثمن»، نقلا عن: محمد عمارة، قاموس المصطلحات في الحضارة الإسلامية، مرجع سابق، ص 535

ثم يبيعهما بالأجل، يجعل مكوناته ديوناً في ذمة المتعامل معه، كما أن قيام المشروع بدفع رأس ماله في بيع السلم يجعل مكوناته-أيضاً- ديوناً، لأن المسلم فيه قبل قبضه يعتبر ديناً في ذمة البائع. وفي هذه الحالة تمثل الصكوك ديوناً، ولا يجوز تداولها وفقاً للرأي الجمهور، ويجوز تداولها وفقاً للرأي المالكية بشروط خاصة مجتمعة نجعلها فيما يلي:

- ✓ أن يعجل المشتري للمدين الثمن حتى لا يكون من باب بيع الكالئ بالكالئ أي بيع الدين بالدين حيث يتأجل تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن.
 - ✓ أن يكون المدين حاضراً في بلد المشتري للدين حتى يعلم المشتري للدين حال المدين من فقر أو غنى.
 - ✓ أن يكون المدين مقراً بالدين، فإذا كان منكرأ له، فلا يجوز بيع دينه ولو كان ثابتاً بالبينة حسماً للنزاعات.
 - ✓ أن يباع الدين بغير جنسه أو بجنسه بشرط أن يكون مساوياً له.
 - ✓ أن يكون الدين مما يجوز بيعه قبل قبضه، احترازاً مما لو كان طعاماً، إذ لا يجوز بيعه قبل قبضه.
 - ✓ ألا يكون بين المشتري والمدين عداوة، أو يقصد المشتري إغاث المدين والإضرار به.
- فإن وجدت تلك الشروط جاز بيع الدين، وإن تخلف شرط منها منع البيع.
- ج- إذا كانت الموجودات أعياناً أو منافع:**

تكون الموجودات أعياناً أو منافع بعد التشغيل، وتحويل حصيلة الإكتتاب إلى عمليات إستثمارية، وذلك كأن يشتري للمشروع آلات ومعدات وأصولاً مختلفة لتأجيرها، أو أن يشتري أراضي لإستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها.

وسواء كانت الموجودات أعياناً فقط، أو منافع فقط، أو أعياناً ومنافع معاً، فإن الصكوك تمثل حصة في أعيان مالية يجوز بالتالي تداولها دون أي قيد أو شرط.

د- إذا كانت الموجودات خليطاً من (النقود، والديون، والأعيان، والمنافع):

وفي هذه الحالة تمثل الصكوك حصة شائعة في الموجودات التي تتكون من خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع.

والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الصكوك مثل معاملة الأسهم في الشركات، بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين، وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الإسمية المعلنة، وذلك تبعاً للنتائج التي يحققها المشروع، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبية على النقود والديون، لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب¹، وهذا ما أخذ به قرار مجمع الفقه الإسلامي²، بينما إكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون الغلبة، وذلك أخذاً بمبدأ التبعية، لأنه يجوز تبعاً ما لا يجوز إستقلالاً³، وقد جاءت فتاوى مجموعة البركة في ندوتها الثانية إلى هذا الرأي الأخير، وأخذ بذلك المستشار الشرعي لمجموعة دلة البركة⁴، وقد بين مجمع الفقه الإسلامي الدولي ضوابط تداول الصكوك من خلال قراره بشأن سندات المقارضة

¹ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 93-96

² لتفاصيل أكثر أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

³ عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الإستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1995م، ص 145، نقلاً عن: أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 96.

⁴ عبد الستار أبوغدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، الجزء الأول، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة المملكة العربية السعودية، 1992-1993م، الفتوى رقم 41. نقلاً عن: أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 96.

الذي جاء فيه بذات الخصوص: «تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد إنتهاء الفترة المحددة للإكتتاب، بإعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط الشرعية»¹.

كما بينت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية في المعيار رقم (17) ضوابط تداول الصكوك-بصورة أكثر تفصيلاً- من خلال مجموعة من القواعد².

2 الأطر الشرعية العامة لإسترداد الصكوك الإسلامية:

يمكن لحاملي الصكوك الإسلامية إسترداد قيمتها قبل إنقضاء مدتها، ويعتبر هذا أمراً جائزاً شرعاً، فهو لا يخرج عن بيع الشريك لحصته في الشركة، و من أشكال إسترداد الصكوك، يكون إما من خلال تعهد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بإعادة شرائها أو من خلال تداولها في الأسواق المالية إذا رغب حاملوها في إسترداد قيمتها أثناء تداولها، والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الإصدار³.

وقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص: «يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت الضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، وتخضع لإدارة العاقدين، كما يجوز أن يتم تداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة، بالإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور، تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة، بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع...كما يجوز الإعلان عن الإلتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه»⁴.

وإذا كان الفقه الإسلامي يتيح لجهة الإصدار التعهد بإعادة شراء صكوكها، رغبة منها في جذب المستثمرين، الذين يبحثون عن وعاء إستثماري يمكنهم فيه تسييل إستثماراتهم بسهولة فضلاً عن تحقيق عوائد، فإن الإسترداد قد يكون بالقيمة الإسمية أو السوقية أو الحقيقية، وإلتزام الجهة المصدرة بالإسترداد بالقيمة الإسمية أمر لا يجوز شرعاً، لأنه من قبيل ضمان رأس المال، أما الإسترداد بالقيمة الحقيقية، أي: على أساس نصيب الصك في صافي الموجودات- فهو أمر يتفق مع النظر الفقهي في أن يكون ثمن بيع الحصة بقيمتها الحاضرة، بل إن هذا هو مقتضى العدل الذي أمرت به الشريعة الإسلامية.

أما الإسترداد بالقيمة السوقية، فهو أمر جائز شرعاً، فيحق تداول الصكوك بالقيمة السوقية، لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات بالتراضي⁵.

وقد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات المقارضة، حيث جاء فيه «يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإدارة العاقدين»⁶.

وقد جاء بذات الخصوص في المعيار الشرعي رقم (17) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: «في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية...ويجوز

¹ لتفاصيل أكثر أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص1809

² لتفاصيل أكثر أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص243-245

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص101

⁴ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص1809

⁵ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص102

⁶ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص1809

إسترداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الإسترداد»¹.

وعليه نجد أنه لا يختلف تعهد جهة الإصدار بإعادة شراء الصكوك أو تداولها في الأسواق المالية بالقيمة السوقية مع إتفاق جمع الفقهاء. وبالتالي فإن تداول الصكوك بالقيمة السوقية لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث أن للمستثمر الحق في بيع ماله (حصته المشاعة والمحددة) حسب أسعار السوق².

3- المتاجرة في الصكوك الإسلامية:

تقوم المتاجرة في الصكوك الإسلامية (بيعاً وشراءً) بناءً على توقعات بإرتفاع أسعارها ثم بيعها وجني فروق الأسعار كربح رأسمالي.

وهذه المسألة محل خلاف بين الفقهاء المعاصرين، فمنهم من يرى عدم جوازها شرعاً، وحثهم في ذلك أن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي إلى:

- ✓ التداول في النقود، لقصر الفترة بين البيع والشراء.
- ✓ عدم تحقيق أي قيمة مضافة من هذه المبيعات السريعة.
- ✓ المقامرة تحت غلاف المضاربة.
- ✓ تكوين الربح بعوامل غير سوية كالإشاعات، ونشر معلومات الترويج وأحوال السياسة، ونشر التوقعات الإقتصادية وغيرها من العوامل.

ويرى المحيزون في المقابل خلاف ذلك وحثهم تتمثل فيما يلي:

1- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي إلى التداول في النقود، وهنا يرى المحج يزون في المتاجرة بالصكوك إغفال لطبيعة الصكوك، فهي تمثل حصة في موجودات يفترض أنها عند البيع والتداول بأكثر من قيمة الشراء، مشتملة على أعيان ومنافع من النقود والديون. فطبيعة الصكوك قيمة ؛ وإن كان مظهرها الخارجي أنها مثلية، فتلك المثلية في التساوي بين القيم، وما تخول حاملها من حقوق إذا كانوا من شريحة واحدة.

2- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها لا يحقق أية قيمة مضافة، ورد المحج يزون على ذلك، أن الثمن الذي يحصل عليه بائع الصك يتيح له خوض أنواع أخرى من التصرفات الإستثمارية، فضلاً عن تمكينه من شراء حصص من أصول مشروعات إستثمارية أخرى، لإتاحة السيولة للآخرين ممن ينتفعون بها بأوجه متعددة، ولو لا إمكانية التسييل المتأخر في الصكوك لتردد المستثمرون من حبس أموالهم فيها، سواء عند بداية الإكتتاب أو في المراحل التالية، وبالتالي فإن هذه الخاصية في الصكوك تجعل البائعين والمشتريين فيها يوازنون بين ملكية الحصص من موجودات المشروع، وبين ملكية المال الناض من عمليات البيع، ولكل من الحالتين دواعيها وأهدافها.

3- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي إلى تكوين الربح بعوامل غير سوية كالإشاعات ونحوها، مردود عليه بأن كل هذه العوامل واردة في التعامل التجاري الفردي، ولم يؤثر في حكمه الشرعي.

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 244

² أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 104

4- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها قد يحقق أضراراً نتيجة للتداول السريع والمضاربة، فمردود عليه بأن هذا يحدث إذا لم يتم الالتزام بالضوابط الشرعية لبيع الصكوك، كأن تباع وتتداول الصكوك متفاضلة ومؤجلة في بداية التأسيس عقب جمع نقود الإكتتاب، أو أن تباع في طور إنحصارها في مديونيات.

5- إن شراء الصكوك بقصد بيعها يمثل عملية تصفية فردية يقوم بها أحد الشركاء بخصوص مساهمته في المشروع، فإذا كان الدخول في المشروع أمراً مشروعاً، فإن الخروج منه أيضاً مشروع، ولكن مع الإلتزام بالضوابط الشرعية، كما أنه لا يوجد وقت محدد لمشروعية ذلك.

فقد يتخذ مالك الصك قراره وبيعه حصته في المشروع عند أول ارتفاع لقيمة موجودات المشروع والتي ينشأ عنها ارتفاع في قيمة الصكوك المصدرة والتي تسند عليها، وبهذا يصفى مشاركته في المشروع كما لو دخل مع غيره في مشاركة وحيدة الصفقة، وقد يقرر الإستمرار ليقطف ثمرات الصفقات المتتالية داخل المشاركة مرات عديدة طيلة الدورة الزمنية المختارة، وتوزع تبعاً لها الأرباح الدورية (التشغيلية)، وهكذا إلى أن يأتي موعد التصفية الكاملة للمشروع وتوزع بقية أرباحه شاملة للأرباح الرأسمالية.

6- قد يهدف المستثمر بشراء الصكوك بقصد بيعها غرضاً ثالثاً غير الحصول على الربح أو الحصول على فرق السعر، وهو التخلص من توابع الخسارة في حالة ما إذا هبطت أسعار الصكوك المشتراة، وتأكدت المخاوف لدى مالكيها من الضرر اللاحق به لو تمسك بها مع وجود من يشتريها، فلا يوجد دليل شرعي حينئذ يمنع من إخراجها من ملكه، عن طريق بيعها ضمن الضوابط الشرعية بعيداً عن الغرر والتدليس والنجش.

فمن خلال هذا الطرح لجواز وعدم جواز المتاجرة في الصكوك الإسلامية نلاحظ أن لكل رأي مبرراته ، وتتفق الباحثة مع الكثير من الباحثين في الرأي الثاني والذي يباح المتاجرة في الصكوك الإسلامية، حيث أنه يتفق مع روح التعامل في الأسواق المالية القائمة على الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، فالأصل في المعاملات الإباحة، والبيع والشراء مباح في الشريعة الإسلامية، سواء كانت رغبة المشتري تملك الشيء أو يبيعه بعد رواجه¹.

المطلب الثالث: أطراف عملية التصكيك ومراحلها وآلياتها

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على هيكل عملية التصكيك وذلك من خلال معالجته في النقاط التالي ة: أطراف عملية التصكيك، والمراحل التي تمر بها هذه العملية، ومحاولة التعرف على آلية التصكيك في حالة الموجودات الحاضرة، وحالة الموجودات في الذمة.

أولاً- أطراف عملية التصكيك:

التصكيك كأى عقد توجد له أطراف ينشئ العقد لها حقوقاً وتترتب عليها إلتزامات، وهي الأطراف الأصلية، وإلى جانب ذلك توجد في التصكيك أطراف أخرى لخدمة العملية بعقود منفصلة سنشير إليها فيما يلي:

1- الأطراف الأصلية في عقد عملية التصكيك: وهي الأطراف الرئيسية التي تشارك مباشرة في عملية التصكيك وهم:

أ - المصدر الأصلي (Originator): ومنهم من يطلق عليه مصطلح جهة الإصدار أو المنشئ (منشأ الأصل) أو البادئ، أو مالك الأصل ، وإن اختلفت المصطلحات لكن المعنى واحد يدل على الجهة التي ترغب في تصكيك أصولها للحصول على السيولة، وذلك من خلال حصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء إستثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ونقلها (بيعها) إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV،

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 104-108. يتصرف

ويتحصل على مقابلها نقداً، وهو ما يطلق عليه بحصيلة الإكتتاب بهدف إستخدامها بصيغة شرعية، وجهة الإصدار هذه قد تكون شركةً أو فرداً أو حكومةً، أو مؤسسة مالية.

ب - **وكيل الإصدار (Issuer):** وله عدة تسميات منها: شركة التصكيك، أو الشركة المنشئة، ويقصد به الطرف الذي أعطى له التفويض بإنشاء وبيع الأوراق المالية للمستثمرين. وفي حالة التصكيك يقوم وكيل الإصدار مقام منشأة ذات غرض خاص المعروفة بـ (SPV) Special Purpose Vehicle Company -، وفي أمريكا يغلب تسميتها باسم (SPE) إختصاراً لـ Special Purpose Entity، وتحمل نفس المعنى السابق. وهي شركة ذات طبيعة خاصة، تنشأ غالباً في المناطق المعفية من الضرائب كجزر كايمان في الكاريبي وجزيرة لايبون في ماليزيا؛ ولها مسؤولية محدودة، ويتم تأسيسها لغرض معين، وهذا يفسر سبب تسميتها. وجرت العادة على إطلاق تسمية الشركة ذات الغرض الخاص* والتي عادة ما تختصر بـ (SPV) كتسمية لوكيل الإصدار. وفي ظل عملية التصكيك تعرف هذه الشركة على أنها مؤسسة مالية وسيطة ذات غرض خاص تقوم بنقل ملكية الأصول من المنشئ (Originator) إلى المستثمرين (Investors) - حملة الصكوك -، ذات كيان مستقل يتم تأسيسها من قبل المنشئ (Originator)، لغرض أن تكون الوعاء الذي يحتوي الأصول محل التصكيك (ولما كانت ذات كيان مستقل فإن أصولها تكون مستقلة عن المنشئ)، ومن ثم تتولى عملية إصدار الصكوك، يتم إطفائها لاحقاً، على ما هو معروف في عمليات الصكوك. وتتحدد مهام هذه الشركة أو الهيئة** في عمليات الصكوك بعد إصدارها بما يلي¹:

✓ حماية حقوق حملة الصكوك.

✓ إدارة الموجودات ورعايتها واستثمار ما ليس مستثمراً منها.

✓ تحصيل الدخل من أرباح وإيجارات وغيرها.

✓ إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم، أي موجودات الصكوك.

✓ توزيع صافي دخلها على حملة الصكوك تبعاً.

✓ تصفية الموجودات في نهاية مدة الصكوك، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

بالإضافة إلى إتخاذها جميع الإجراءات نيابة عن المنشئ (Originator)، مقابل عمولة يحددها الإتفاق، أو تتضمنها نشرة الإصدار. وقد تجمع هذه الشركة بين عدة وظائف توكل إليها، كمدیر وأمين إستثمار وكذا مدير إصدار وغيرها من الوظائف الأخرى، مع ضرورة أن تكون جهةً مستقلة مالياً وقانونياً عن الجهة المنشأة لها (المنشئ)، وليست تابعة لها أو فرعاً من فروعها، وذلك لتتحقق الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين.

ج - **المستثمر أو المستثمرون (Investors):** ويطلق عليهم أيضاً مصطلح حملة الصكوك (Sukuk Holders) ويقصد بها الجهة الراغبة في شراء الأوراق المالية (الصكوك) المطروحة للإكتتاب في الأصول المصككة (المورقة)، بهدف إسترداد أصل قيمتها وإستحقاق العائد على هذه الصكوك من حصيلة محفظة التصكيك في المستقبل.

* إن ذكر هذه الشركة غامض في معظم الأحوال في كتب الكثير من الاقتصاديين والمالين المسلمين وبحوثهم ولعل السبب يرجع لعدم إدراك حقيقة غرضها ومفهومها في معظم الأحيان وإخفاء غرضها الحقيقي عند بعضهم وعزل القوانين البريطانية وإشكالات الإخفاقات وعواقبها المعقدة عند بعضهم، إضافة إلى ضعف اللغة الإنجليزية عند البعض وتجنب التعقيد والإطالة عند البعض الآخر.

** تنشأ هذه الشركة في ظل النظام المالي الوضعي (التقليدي) للأغراض التالية: (إضفاء الشفافية وضمان حقوق الممولين أو المستثمرين؛ توزيع المخاطر؛ بيع ما يتعدى بيعه كأسلوب من أساليب الهندسة المالية؛ لتفادي بعض العقوبات القانونية؛ كأسلوب لخفض تكاليف الاقتراض أو الحصول على التمويل).

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: عبد العظيم أبوزيد، الشركة ذات الغرض الخاص، مهامها وضوابطها الشرعية، ورقة بحث متاحة على الموقع الإلكتروني للمجلس العام للبنوك و المؤسسات الإسلامية، على الرابط: <http://www.cibafi.org/newscenter/SavePage.aspx?id=11526>، تاريخ الإطلاع: 2012/05/19، بتصرف.

وقد يكون حملة الصكوك بنوكاً أو مؤسسات مالية محلية أو عالمية كبرى ذات ملاءة مالية عالية، حيث إن مثل هذه المؤسسات قد تتمتع بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة ترغب الإستثمار في أدوات تمويل شرعية.

د- **محفظة التصكيك (Portfolio asset):** وهو الجزء الهام الذي تدور حوله عملية التصكيك بمختلف أطرافها الأصلية والمساعدة، وهو وعاء إستثماري يضم أصولاً متنوعة تم تصكيكها لصالح جهة ما (فرد، شركة، بنك، مؤسسة مالية وغيرها) بهدف الحصول على السيولة لتمويل إنشاء مشروع إستثماري جديد أو توسيع قاعدة مشروع قائم وتطويره وفق صيغ التمويل الإسلامية، إذ يتم تحصيل العائد على محفظة التصكيك هذه، وإيداعها بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تاريخ إستحقاقها.

2- **الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:** وهم الذين يتم الإتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة لعملية التصكيك وهم:

أ **هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Body):** وتعتبر الطرف الأكثر أهمية ضمن الأطراف المساعدة في عملية التصكيك، نظراً للدور الذي تلعبه في التأكيد وإعطاء الصبغة الشرعية للصكوك الإسلامية المصدرة من خلال وجود هيئات شرعية تقوم بمراعاة وتوفير متطلبات الأحكام الشرعية في دراسة هيكله الصكوك ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقات بين أطرافها، وكيفية الإكتتاب في هذه الصكوك، وبعد الإعتماد تعرض على هيئة الرقابة الشرعية جميع الأنشطة والعمليات المزمع الدخول فيها، لتقرر مدى السلامة الشرعية لعملية التصكيك من عدمه.

ب- **وكالات التصنيف العالمية -شركة التصنيف الائتماني- (Credit Rating Agency):** وهي وكالات متخصصة تقوم بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، من خلال تقييم مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد السعر العادل ونسبة المخاطر التي تتطوي عليها الأوراق المالية المصدرة، حيث تشترط القوانين المنظمة للتوريق ضرورة حصول الأصول محل التوريق على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها، وهذا مطلب مهم لحماية حملة الأوراق المالية، ويطبق في حالة الصكوك والتي غالباً ما تصدرها جهات إسلامية، حيث يزيد عليها في حالة الصكوك التي تدر ربحاً تقييم كفاءة العميل في نشاط المشاركة وأمانته وصدقه وذلك حماية للحملة الصكوك، ومن أهم وكالات التصنيف العالمي: Standard and Poors, Moody's, Fitch، كما توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة الجودة الشرعية، مثل الوكالة الإسلامية الدولية لتصنيف ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف.

ج- **مدير (مستشار) الإصدار (Issue Manager):** وهو المؤسسة الوسيطة التي تقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الإصدار، وتنوب حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر معين.

د- **مدير الإستثمار أو مدير محفظة الإستثمارات (Portfolio Manager):** ويسمى أيضاً بمدير الأصول أو (مدير الأموال في التوريق التقليدي)، ويمثل الجهة التي تقوم بأعمال الإستثمار وإدارة الأصول محل التصكيك، وإختيار الصيغة والطريقة التي سوف تدار بها محفظة التصكيك، وذلك بعد القيام بالدراسات الإقتصادية اللازمة، ويتم تعيين هذه الجهة من قبل المنشئ (المؤسسة البادئة للتصكيك) أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، وتحدد العلاقة بين مدير الإستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة، فإذا كانت على أساس عقد المضاربة يكون مدير الإستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة شائعة

من الربح لاحقاً نظير جهده ، أما إذا كانت على أساس عقد الوكالة فيستحق الوكيل (مدير الإستثمار) أجراً معلوماً، أو نسبة معلومة من رأس المال سواء تحقق الربح أم لا.

هـ - أمين الإستثمار (Trustee): ويسمى أيضاً بالأمين أو أمين الحفظ Custodian وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي يباط بها مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والرقابة على أعمال شركة الإدارة منها الإشراف على مدير الإصدار ومدى إنترامهم بالشروط المنظمة لهذه العملية الإستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، كما تحتفظ هذه الجهة بالوثائق والضمانات، ويعد الأمين مسؤولاً أيضاً عن إيجاد محصل (Servicer) بديل عند الحاجة وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك، وقد يعين لاحقاً وفقاً للقوانين السارية والعرف المتعارف عليه ، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار، حيث أن الأمين بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفته الموكلين له ، وعادة ما تتولى الشركة ذات الغرض الخاص SPV هذه المهمة.

و - متعهد خدمة الصكوك (Servicer): ويطلق عليه أيضاً بالمحصل أو مساعد الأمين، وهي الجهة المكلفة بخدمة الأوراق المالية (الصكوك) والقيام بتحصيل التدفقات النقدية الخاصة بها نيابة عن المستثمرين (حملة الصكوك) وتوزيعها عليهم ويشمل كذلك المسؤولية عن القيام بالصيانة الأساسية والتأمين وغير ذلك على موجودات الصكوك مثلاً حالة صكوك الإجارة أو الإجارة المنتهية بالتمليك نيابة عن مالكي الصكوك إذا كان وكيل الإصدار SPV لا يقوم بهذه الوظيفة، ولكن يمكن أن يتصرف المنشئ بوصفه متعهداً بالخدمة أو غيرها حسب الإتفاق.

ز - مستشار الطرح (IPO Advisor): وهو مؤسسة مالية وسيطة تتولى عملية الترويج والتسويق للصكوك الإسلامية بهدف بيعها إلى المستثمرين (حملة الصكوك)، ولهذه الجهة دور هام في جلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين لإتخاذ قرار الإكتتاب في الصكوك التي يتم طرحها ، ويعتمد ذلك على نوعية أساليب الترويج والتسويق التي يستخدمها مستشار الطرح في تسويق هاته الصكوك.

ح - متعهد تغطية الإصدار (المغطي) (Underwriter): وهو مؤسسة مالية وسيطة تتعهد بتغطية الإصدار وذلك من خلال شراء الصكوك الإسلامية المصدرة التي لم يتم الإكتتاب فيها، حيث تلتزم بشراء مالم يكتتب فيه وتبيعه تدريجياً أو تحتفظ به كلياً أو جزئياً، ثم تقوم بتسويقها من خلال تنظيم الإكتتاب فيما يبقى من الصكوك وبيعها تدريجياً لمستثمرين آخرين في أسواق رأس المال.

ط - ضامن الإصدار (Obligor): وهي الجهة الضامنة لحقوق حملة الصكوك في تحصيل مستحقاتهم، وقد يكون إحدى شركات التأمين (التكافل) أو طرف ثالث مستقل.

ويعتبر الضمان أحد أهم عوامل نجاح عملية التسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال، حيث تختلف عمليات التصكيك الإسلامي في الضمانات التي يمكن تقديمها حسب طبيعة ونوع الأصول محل التصكيك، كما أن هناك قيود شرعية على ضمان الصكوك الإسلامية المصدرة، والتي تم التطرق إليها في الأطر الشرعية التي تحكم عملية التصكيك¹.

¹ بالإعتماد على مجموعة من المراجع: ستاندرد أند بورز، التمويل المنظم، مسرّد مصطلحات التوريق، من منشورات مؤسسة ستاندرد أند بورز، فرع من شركة ماكغروهيل كومبانيز، متاح على الرابط : www.standardandpoors.com. و أشرف محمد دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 65-66. ومحمد القري بن عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 11. وعلاء زعتري، الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، مرجع سابق، ص 27. وفتح محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 9-10. بتصرف

بالإضافة إلى الأطراف المساعدة المذكورة أعلاه، هناك أطراف أخرى وذلك بحسب طبيعة وهيكلية عملية التصكيك وتبعاً لنوعية الموجودات أو أي معايير أخرى يمكن أن تتضمنها عملية التصكيك.

ثانياً- مراحل عملية التصكيك (كيف تتم عملية التصكيك):

تتم عملية التصكيك وفق مراحل معينة، وتتشكل كل مرحلة من عملية التصكيك من مجموعة خطوات متداخلة ومتشابكة، وهذه الخطوات قد لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى من مجمل خطوات مراحل عملية التصكيك دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها، وأحياناً توجد بدائل متعددة لإختيار أحدها. إذ يتميز كل هيكل عملية التصكيك عن آخر بالخطوات التي تتضمنها كل مرحلة من مراحل عملية التصكيك، وعادةً ما يتم هيكل عملية التصكيك على النحو الآتي:

المرحلة الأولى: تقييم إصدارات الصكوك

وتعتبر هذه المرحلة مهمة وحاسمة ضمن مختلف عمليات الإصدار نظراً لأنه يتم خلالها تحديد جدوى إصدار الصكوك الإسلامية بالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ)، كما يتم فيها تحديد العائد الذي ستحصل عليه الشركة ذات الغرض الخاصة SPV التي ستقوم بتنفيذ العملية وإدارتها، وفيما يلي عرض لأهم عناصر ومتطلبات هذه الخطوة.

1- تحديد الهدف من عملية التصكيك: قد يكون الهدف بالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ)، وهو الحصول على إئتمان قصير الأجل لتمويل رأس المال العامل، أو لتوسيع خطوط الإنتاج وتقديم منتجات أو خدمات جديدة وما يتطلب ذلك من توفير تمويل إضافي لتمويل الإحتياجات الرأسمالية والتشغيلية الجديدة.

وهنا لا بد للمؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ) أن توازن بين مزايا التمويل عن طريق إصدار صكوك استثمارية إسلامية أو عن طريق التمويل المباشر من البنوك ومؤسسات التمويل الإسلامية من خلال مثلاً المرابحة أو المضاربة أو المشاركة وغيرها من صيغ التمويل الإسلامي، مع الأخذ في الإعتبار العوامل التالية:

أ- **حجم التمويل المطلوب:** فكلما زاد حجم التمويل المطلوب زادت إمكانية لجوء المؤسسة البادئة للتصكيك لإصدار الصكوك الإسلامية كمصدر للتمويل، للإستفادة من مزايا اقتصاديات الحجم Scale of Economic، وما يترتب عليه من إنخفاض متوسط تكلفة التمويل، مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، خاصة في حال حصول المؤسسة البادئة للتصكيك على تصنيف إئتماني مرتفع من وكالات التصنيف العالمية.

ب- **تكلفة الإصدار:** هذا يعني ضرورة المقارنة بين تكلفة التمويل من البنوك والمؤسسات التمويلية الأخرى، وبين إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية، بما في ذلك تكاليف الإستشارات الشرعية اللازمة قبل تنفيذ العملية وأثناءها، وتكاليف إستخراج الموافقات من الجهات الرقابية ذات الصلة، وأتعاب وكالات التصنيف العالمية، بالإضافة إلى الخدمات المساندة التي يمكن الحصول عليها من تلك الوكالات لتأهيل المؤسسة البادئة بالتصكيك للحصول على تصنيف إئتماني مرتفع، مما يعكس إيجابياً على قيمة الصكوك المصدرة، وكذلك أتعاب وكيل الإصدار في حال إدارة العملية على أساس الوكالة بأجر، وكذلك أتعاب أمين الإستثمار، وغيرها من التكاليف اللازمة لإتمام صفقة التصكيك.

ج- **الضمانات المطلوبة:** غالباً ما يرتبط قرار منح التمويل مع حجم ونوع الضمانات التي تستطيع أن تقدمها المؤسسة طالبة للتمويل، وكلما زاد حجم التمويل المطلوب زاد حجم الضمانات التي تطلبها البنوك والمؤسسات التمويلية المانحة، مما يدفع المؤسسات التي تعجز عن تقديم تلك الضمانات إلى التفكير في تصكيك بعض أصولها للحصول على التمويل دون الحاجة إلى رهن تلك الأصول للجهات الدائنة، وما يرتبط بذلك من مخاطر -بيعه لسداد المديونية في حالة التعثر لأسباب ما فنية-.

2- تحديد نوع الأصول وحجمها: بعد إتخاذ المؤسسة قرار تصكيك بعض أصولها، يجب على المؤسسة أن تحدد نوع وحجم الأصول القابلة للتصكيك، التي توفر للمؤسسة السيولة المطلوبة بتكلفة أقل، وقد تكون هذه الأصول عينية كالعقارات والسيارات والآليات في حالة تصكيك موجودات الحاضرة، أو ذمماً ناتجة عن بيع مشروع كالمرابحة والسلم والإستصناع، أو خدمات، أو منافع أو حقوق معنوية كبراءة الإختراع وحقوق التأليف مثلاً وغيرها، حالة تصكيك موجودات في الذمة.

3- إعداد دراسات جدوى أولية:

هذا يعني أن المفاضلة بين الأصول القابلة للتصكيك يجب أن تكون مبنية على دراسة وافية عنها، تشمل جميع الجوانب المتعلقة بأداء تلك الأصول والتدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عنها، بشكل عام يجب أن تتضمن دراسة الجدوى الأولية للأصول القابلة للتصكيك العناصر التالية:

أ- الدراسة الشرعية: يتم إجراؤها من قبل هيئة أو مجلس شرعي يتكون من فقهاء متخصصين في المعاملات المالية الإسلامية، وتهدف إلى التأكد من مشروعية عملية تصكيك الأصول القابلة لذلك، وخلوها من المخالفات الشرعية التي تحرم تصكيكها، كما تحدد الشروط والضوابط اللازمة لإتمام عملية التصكيك بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما يجب على هذه الدراسة أن تصنع أسس ومعايير الرقابة الشرعية السابقة واللاحقة لعملية إصدار الصكوك الإسلامية، وإنهاء بعملية الإطفاء والتسييل، كما تشمل الدراسة الوثائق والمستندات والعقود التي سيتم التعامل بها لإنجاز عملية التصكيك.

ب- الدراسة القانونية: يتم تصميم هذه الدراسة بمعرفة خبير قانوني، وتهدف إلى التأكد من توافق عملية التصكيك مع القوانين والأنظمة السائدة في الدولة، ومعرفة الحقوق والإمتيازات الممنوحة لكل الأطراف المشاركة في عملية التصكيك، والإلتزامات التي عليها، وتحديد طرق التحكيم في حال النظم وإخلال أحد أطراف عملية التصكيك بإلتزاماته، وكذلك تعليمات الجهات الرقابية المنظمة لعملية التصكيك المطلوبة.

ج- الدراسة التسويقية: تهدف إلى تحديد مدى قدرة المؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ) وكذلك المؤسسة ذات الأغراض الخاصة SPV على تسويق الأوراق المالية المصدرة، وهو ما يرتبط بعوامل كثيرة منها على سبيل المثال لا الحصر: الجدارة الائتمانية للمؤسسة البادئة للتصكيك وسمعتها في السوق، ونتائج تقييم وكالات التصنيف العالمية للأوراق المالية المصدرة، وقوة المركز المالي للمتعهد بالتغطية، وتوجيهات المستثمرين في أسواق رأس المال المحلية والعالمية ونوع وطبيعة الأدوات الإستثمارية السائدة في تلك السوق.

د- الدراسة التقنية: تقوم هذه الدراسة بتصوير الهيكل الإداري والتقني لعملية التصكيك، وتقدير إحتياجات العمالية من الخبرات التقنية والإدارية، والإستشارات الشرعية والقانونية والمالية، وتوزيع المهام بين جميع الأطراف المشاركة في عملية التصكيك مثل: المؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ)، وكيل الإصدار، متعهد التغطية، أمين الإستثمار، وتقدير جميع الإحتياجات المالية المطلوبة لإنجاز العمليات، بهدف تقدير التكلفة الإجمالية اللازمة لإتمام عملية التصكيك، كما يجب أن تتضمن هذه الدراسة تحديد الجدول الزمني لكل مرحلة من مراحل إنجاز عملية التصكيك.

هـ- الدراسة المالية: تقوم هذه الدراسة بإجراء تقييم مالي لعملية التصكيك، وإستخراج مؤشرات الربحية التي يمكن بها الحكم على ربحية عملية التصكيك لجميع الأطراف المشاركة فيها، وخاصة للمؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ)، والمؤسسة المالية الوسيطة SPV وذلك بإستخدام أدوات التحليل المالي المتوافقة مع حالة التمويل الإسلامي.

4- دور وكالات التصنيف العالمية: تضطلع وكالات التصنيف العالمية بدور مهم في هذه المرحلة، حيث تقوم بتصنيف الأوراق المالية المطلوب إصدارها من قبل المؤسسة البادئة للتصكيك (المنشئ)، والذي يتضمن تحديد السعر العادل لتلك الأوراق، وفرص نجاح تسويقها في أسواق رأس المال المحلية والعالمية.

كما يشمل التصنيف تقييم الأداء الفني والإداري والمالي للمؤسسة البادئة للتصكيك والمنتجات والخدمات التي تقدمها في السوق مقارنة بمنافسيها، كما تقوم بإجراء التصنيف الائتماني للمؤسسة، بهدف قياس جدارتها الائتمانية، وقدرتها على أداء التزاماتها تجاه الغير، ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها.

وقد قامت بعض وكالات التصنيف العالمية مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومقرها البحرين بإضافة التصنيف الشرعي إلى قائمة معايير التصنيف، ويقوم هذا التصنيف الجديد بتقييم مدى التزام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بأحكام الشريعة، وكذلك الأوراق المالية التي تصدرها.

5- تقييم ومعالجة مخاطر الأوراق المالية المصدرة: يجب على الشركة ذات الغرض الخاصة SPV أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية المتوقع إصدارها والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة وإقتراح سبل معالجتها، مع الأخذ في الإعتبار القدرة على الوفاء (أي مدى قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك)¹، وسنحاول في الفصل القادم التطرق لكل من مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها.

المرحلة الثانية: تنظيم الإصدار

إن إصدار الصكوك الإستثمارية الإسلامية يعني طرحها للإكتتاب، وما يسبقها من عمليات تنظيمية وفنية، وذلك بتوجيه مصدر الصكوك الإستثمارية الراغب في إستثمار حصيلتها وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، إيجاباً إلى الجمهور أو إلى المكتتبين، حيث يعرض عليهم من خلال نشرة الإصدار الدخول معه في عقد من عقود الإستثمار الإسلامية، ويكون قبولهم لهذا الإيجاب بالإكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها، وبهذا القبول يتم عقد الإصدار لذلك نجد أن عملية إصدار الصكوك الإستثمارية الإسلامية تعتبر إحدى أهم مراحل هيكل عملية التصكيك، مما تحتاج إلى حسن الإخراج وبخاصة في عمليات الإصدار الأولى وما تكونه لدى الناس من إنطباع ويمكن أن تقوم بهذه العملية البنوك المركزية نيابة عن وزارة المالية في حالة إصدارها من قبل الحكومة، وقد تكون من قبل شركة قادرة على أن تقوم بأعمال تنظيم الإصدار بإعتبارها أنها أدرى بإحتياجاتها، كما يمكن أن تقوم البنوك الإسلامية بأعمال تنظيم الإصدار، إلا أن الأفضل هو إتمام الإصدار تحت رقابة جهة غير ذات مصلحة بتنظيم الإصدار ووضع شروطه وبياناته وتحديد نسب الأرباح لكل المتعاقدين وغيرها من الشروط، وتأتي هذه المرحلة أي مرحلة تنظيم الإصدار بعد إنجاز المرحلة الأولى، وهي مرحلة التقييم والتي يتم فيها التحقق من جدوى عملية التصكيك، والمقارنة بين تكلفة التمويل عن طريق التصكيك وبين جميع مصادر التمويل المتاحة في أسواق رأس المال.

وتشتمل عملية الإصدار على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها مجتمعة **تنظيم الإصدار أو ترتيب الإصدار** وترتكز في مجملها على وضع الهيكل الإداري والفني لعملية التصكيك، وتوزيع المهام بين أطرافها وتحديد مسؤوليات وحقوق كل طرف منها، ونقل ملكية الأصول من المؤسسة البادئة للتصكيك إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة، وإعداد نماذج العقود والمستندات المطلوبة والتي تتناسب مع طبيعة ونوع العملية².

المرحلة الثالثة: طرح الصكوك وإدارتها

ترتكز هذه المرحلة على وضع إجراءات طرح الإصدار موضع التنفيذ ، بدءاً من إستصدار الموافقات اللازمة من الجهات المعنية، بناءً على ما تطلبه الجهات الرقابية (للدولة التي يتم فيها إصدار الصكوك) من جهة الإصدار -ممثلة بوكيلها SPV- تقديم المستندات الجبائية والشبه جبائية والقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراجعي الحسابات عن السنوات السابقة للمؤسسة البادئة بالتصكيك ، وكل ما هو متعلق بعملية إصدار الصكوك (نوع الصكوك، حجمها، قيمتها الإسمية، العوائد المتوقعة من

¹ مقال بعنوان: 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، جريدة القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد: 12580، الصادرة بتاريخ 7 جوان 2008، ص 38

² مقال بعنوان: 8 مراحل تفتح الطريق إلى إصدار صكوك التوريق، جريدة القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد: 12594، الصادرة بتاريخ 21 جوان 2008م، ص 38

دراسة الجدوى، التصنيف الائتماني للصكوك، الضمانات المقدمة، شهادة الهيئة الشرعية المشرفة على عملية الإصدار... وغيرها).

وبعد الحصول على الموافقة تأتي الخطوة المالية والمتمثلة في تسويق الصكوك المصدرة، وإدارتها في السوق الثانوية، ومتابعة أدائها في السوق مع القيام بتوزيع العوائد الدورية لها حسب ما هو متفق عليه، وتتلخص هذه الخطوة في قيام الشركة ذات الغرض الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية المتمثلة لموجودات بالقيمة الإسمية زائد علاوة الإصدار وطرحها للإكتتاب إما أن يتم الطرح مباشرة (عام) إلى الجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول (طرح خاص) الذي يكون مؤسسة وساطة مالية، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك، وغالباً ما يستعان ببعض البنوك والمؤسسات المالية الكبرى للإسهام في تسويق تلك الصكوك، بهدف توسيع دائرة تداولها، مما يؤدي إلى إبراز ورقة مالية إسلامية، تتمتع بميزة السيولة العالية بالإضافة إلى عنصر الربحية والأمان.

وفي حالة قبول المستثمرين والإكتتاب في الصكوك المطروحة، يكتمل ركننا التعاقد من الناحية الشرعية وهما الإيجاب والقبول، ولذا يجب أن تكون نشرة الإصدار مستوعبة لجميع المعلومات التي يتوقف عليها رضا وقبول المستثمرين. كما تجدر الإشارة إلى ضرورة مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية في عملية التسويق والإكتتاب للصكوك، كعدم الإداء بمعلومات غير صحيحة أو ذكر ما ليس في الإصدار من مزايا أو معلومات مما يضلل المكتتبين فيها، واستخدام الوسائل المشروعة في التسويق وغير ذلك من الأحكام.

وفي حالة عدم إدراج الصكوك المصدرة في الأسواق الثانوية، يجب أن تتضمن نشرة الإصدار أو الإكتتاب بيان طرق التخارج* والإسترداد وإعادة الشراء** وشروطها والضوابط الشرعية مما يمكن حملة الصكوك من إسترداد أموالهم وتوفير السيولة عند الحاجة¹.

أما في حالة النص في نشرة الإصدار على إدراج الصكوك الإسلامية المصدرة في السوق الثانوي، فإنه يجب على جهة الإصدار التقيد بجميع الأحكام والشروط والضوابط الشرعية العامة والخاصة بتداول الصكوك***، كما يجب عليها الإلتزام بالأسس والقواعد الإجرائية العامة التي تحكم تداول الصكوك في السوق الثانوي²، وهنا لا بد أن نميز بين التملك والتداول، حيث يحدث تملك الصكوك في حالتين: الأولى عند شرائها من مصدرها، والثانية عندما تشتري من حاملها الذي كان قد اشتراها من مصدرها أو من شخص آخر، وتعالج الحالة الأولى تحت عنوان تملك الصكوك، أما الثانية فينظر فيها تحت عنوان تداول الصكوك، لذلك لا بد من التفريق كما تقدم بين تملك الصكوك عندما تشتري من مصدرها في مرحلة الإصدار وبين تداولها عندما تشتري من حاملها، ففي الحالة الأولى قد يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة أو موصوفة بالذمة فتكون بذلك عملية الإصدار بيعاً لتلك الموجودات، ويجوز تملك الصكوك بأي صيغة من صيغة التمويل التي بنيت عليها تلك

* التخارج: عبارة عن بيع حصة في أعيان مشتركة بالشيوع على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن، وهو من قبيل الصلح، ومع أن الأصل تطبيقه في التركات فإن الحاجة تدعو إلى تطبيقه في الشركات، فيجوز التخارج بين الشركاء في الحسابات الإستثمارية أو الصناديق، مع مراعاة الضوابط الشرعية المطلوبة في بيع النقود والديون، ومن ضمن ما يجب أن يراعى في هذا المجال أن التخارج في الإصدار يتوقف على موجودات الإصدار، فلا يجوز التخارج بأعلى أو أقل من القيمة الإسمية للصكوك فيما لو كانت موجوداته عبارة عن ديون مخضمة أو نقود فقط** الإسترداد وإعادة الشراء: في بعض الأحيان تقوم جهة الإصدار عند طرح الصكوك بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد دورية معينة، وقد يحصل التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى، وفي كلتا الحالتين يتطلب الاسترداد والتعهد بإعادة الشراء وتوفير السيولة عند الطلب، كما أن هذا التعهد ملزم لمن صدر عنه طيلة الوقت المحدد، أي خلال مدة الصكوك، وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (05) في دورته الرابعة على جواز قيام جهة الإصدار في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب موجه إلى الجمهور تلزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء الصكوك بسعر معين مع الإستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للصك، ولا مانع من وقوع الشراء بالقيمة السوقية وكذا الإسمية من غير أن يلتزم بها، إذا كان التعهد من الجهة المصدرة، لئلا يترتب عليه ضمان الأصل مع الحصول على الربح، أما إذا كان من جهة أخرى، فيسوغ التعهد بالقيمة الإسمية لأن الضمان من طرف ثالث، وفي هذه الحالة يشترط ألا يكون الطرف الثالث مملوكاً من قبل الجهة الإصدار بما يزيد على 30% من رأسماله

¹ مقال بعنوان: **5 خطوات لطرح الصكوك وإدارتها**، جريدة القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد: 12629، الصادرة بتاريخ 26 جويلية 2008م، ص 38

*** يراد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين، وبما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار، وتستمر هذه الملكية طيلة مدة الصك ما يترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وشراء ورهن وهدية وإرث وغيرها، مما يؤدي إلى انتقال الأداة التمويلية هذه من يد إلى يد، وتعتبر من التصرفات الشرعية.

² مقال بعنوان: 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، جريدة القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد: 12580، مرجع سابق. بتصرف

الصكوك، ولكن تداولها يبقى وفق ضوابط وشروط حيث أن لكل نوع من الصكوك ضوابطه وشروطه الخاص به عند التداول إضافة إلى الأطر الشرعية العامة التي تحكم عملية تداول الصكوك¹.

وتنتهي هذه المرحلة بإطفاء الصكوك (إنهاء صفتها الإستثمارية السابقة) بتسجيلها وتحويلها إلى نقود يستلمها حامل الصك الأخير الذي تملك الصك بدفع قيمته إلى الحامل السابق له، مع التوضيح أن الصك يتكون من عنصرين أحدهما يتمثل في أصل الصك، والعنصر الآخر يتمثل في ربح الصك في حالة وجود ربح. ويقصد بأصل الصك قيمته الإسمية، وهو الذي يولد الربح سواء أكان ربحاً رأسمالياً من خلال إرتفاع القيمة الإسمية للصك، أو ربحاً دورياً في صورة عائد أو ما يطلق عليه غلة أو ريع، ونظراً لأن العائد يوزع أثناء مدة الإصدار، فإن أصل الصك يبقى إما على حاله وإما بزيادة في قيمته، وذلك عند تحقيق أرباح رأسمالية، وإما بنقص في قيمته إذا تحققت خسائر، حيث أن الإصدارات عادة ما تكون ذات مدة محدودة، فإنه بإنهاء المدة تتم تصفية الموجودات التي يمثلها الصك، أو بمعنى آخر إطفاء الصكوك²، وذلك من خلال إسترداد لمال المضاربة من قبل رب المال في صكوك المقارضة، أو إسترداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف صكوك الإستثمار. وهذا الإطفاء أو الإسترداد يتم بإحدى الطرق التالية:

أ- تصفية المشروع وتنقيضه حقيقة (بيعه إلى طرف ثالث خارجي وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحاً فربح، وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر رؤوس الأموال.
ب- التنقيض الحكمي (حكماً بالتقويم)، أي تقويم المشروع تقويماً عادلاً من قبل الخبراء، وأبولتها لمصدر بالبيع إن رغب في ذلك، وعندها يوزع الناتج أو الثمن على حملة الصكوك بإعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية، ولكل واحد حسب حصته.

ج- تملك تلك الموجودات العينية بالهبة أو بتمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية (صافي القيمة الدفترية للأصول التي تم تصكيكها) في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك³.

وإذا كان هذا من حيث طريقة الإطفاء، فإن الإطفاء من حيث المدة إما أن يكون تدريجياً، حيث يتم دفع قيمة الموجودات العينية خلال مدة الإصدار على هيئة أقساط، وإما أن يكون الإطفاء دفعة واحدة في نهاية مدة الإصدار.

وفي جميع الأحوال فإن الإطفاء هو تصفية لأمالك حملة الصكوك بطريقة إتفقوا عليها ابتداءً ولا مانع منها شرعاً إذا روعيت الضوابط الشرعية للصكوك، وأهمها عدم تعهد الجهة المصدرة بشراء الصكوك بقيمتها الإسمية في نهاية الإصدار⁴. كما أنه يمكن تحويل الصك إلى سهم، فالصكوك تصدر غالباً لمدة محددة في نشرة الإصدار، وبعدها يصار إلى إطفائها أو يمكن إعطاء حامل الصك الخيار في تحويله إلى سهم في الشركة يضاف إلى أسهمها السابقة، ويتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من الممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها.

وبما أن كلاً من الصكوك والأسهم مباحة شرعاً، وتمثل نوعاً من أنواع الشركات المباحة شرعاً، إذن تحويل الصكوك إلى أسهم جائز شرعاً، إذا ما كان ضمن الضوابط والشروط الشرعية لإصدار كل منهما⁵، ووفق ما تم الإتفاق عليه في نشرة الإصدار.

¹ معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية، ورقة بحث مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها"، المنعقد في مجلس دبي الإقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010م، ص ص 18-20، بتصرف.

² أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 144

³ أسامة الجورية، الصكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 48

⁴ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 144

⁵ أسامة الجورية، الصكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 49، بتصرف

ثالثاً- آليات التصكيك:

نحاول من خلال هذا العنوان الجمع بين الفرعين السابقين من هذا المطلب لتوضيح وبشكل عام كيف تتم عملية التصكيك، وهنا نميز بين أسلوبين للتصكيك، الأسلوب الأول يتمثل في تصكيك الموجودات الحاضرة، والأسلوب الثاني تصكيك الموجودات في الذمة.

1 تصكيك الموجودات الحاضرة:

يتعلق الأسلوب الأول لإصدار الصكوك بإعداد الموجودات الموظفة في الإستثمار أولاً، ومن ثم إصدار صكوك بقيمتها، وتتضمن آليات التصكيك في هذه الحالة الخطوات التالية:

أ- تبدأ عملية إصدار الصكوك بتحديد الموجودات الصالحة للتصكيك، مما يتطلب أن تكون هذه الموجودات موجودة ومملوكة للمنشئ إما من خلال بنائها أو صناعتها إذا كانت أعياناً، وإذا كان التصكيك سيجري على المنافع فيتطلب شراء منافع الموجودات عن طريق استئجار الموجودات المتعلقة بها أو إمتلاكها، ولا بد من شراء تلك الخدمات بمواصفات معينة ولفترة محددة تمهيداً لتصكيكها.

ب- تجميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض التصكيك يتطلب عناية خاصة، ذلك لأن الهدف من وراء التصكيك هو تقديم جملة موجودات تكون في مجموعها أفضل وأكثر جاذبية للمستثمر، من حيث المخاطر، مع عدم الإخلال بالعائد، وفي هذا الصدد، فإنه من الأخطاء الشائعة أن نجتمع موجودات من نوع واحد في صك واحد، كأن تضم عقارات من نفس النوع، وفي نفس الموقع الجغرافي، وتتميز بنفس المخاطر، حيث أنها تقل وتزيد معاً وفي نفس الاتجاه، وبالتالي فإن حامل الصكوك لن يجد خاصية تجذبه في تلك الصكوك، لذلك فمن الأفضل الحرص على الإستفادة ما أمكن من خاصية تنويع الموجودات، بما يجعل حزمة الموجودات المصككة أقل مخاطر ما أمكن.

ج- الخطوة التالية هي أن يقوم مالك الموجودات بإستثمارها، إذا لم تكن مستثمرة منذ البداية، ويكون إستثمارها عن طريق تأجيرها أو المشاركة فيها في إطار مشروع مربح، على أن هذه الخطوة ليست ضرورية في هذه المرحلة، إذاً من الممكن القيام بها جزئياً أو كلياً في المرحلة التالية.

د- بعد ذلك يتم تحديد أطراف عملية التصكيك والمهام الموكلة إليهم، ويتم خلالها إنشاء الهيئة ذات الغرض الخاص (SPV)¹ والتي تكون وكيلاً للإصدار نيابة عن المنشئ، وقد تجمع مع ذلك إدارة العملية أو المشروع أو النشاط الإستثماري محل الصك بصفته مدير إصدار، وقد تتولى مع ذلك دور أمين الإستثمار أو متعهد التغطية أو مستشار الطرح أو وكيل الدفع، وذلك حتى في حالات قيامه بدور وكيل الإصدار، وفي بعض الحالات، وإذا تعددت العمليات التي تقوم بها الهيئة ذات الغرض الخاص وتنوعت، فلا مناص من أن توكل تلك المهام إلى أطراف مساعدة في عملية التصكيك، وقد تختلف عملية تصكيك عن أخرى في الأطراف المشكلة والمتعامل فيها². وعادة ما تكون المهام الموكلة إلى SPV هي: (تنظيم الإصدار ؛ حماية حقوق حملة الصكوك؛ ... إلخ) *، وغالباً ما تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والشركة ذات الغرض الخاص على أساس عقد المضاربة، بمعنى أن حملة الصكوك هم أرباب المال والشركة ذات الغرض الخاص هي المضارب.

هـ- بما أنه من الضروري التأكد من توافق الموجودات مع الشريعة من حيث النوع وعقود الإستخدام، فإنه لا بد من وجود هيئة شرعية تشرف على ضمان هذا التوافق، مع الأخذ في الإعتبار العناصر التالية: أن تتكون الهيئة

¹ معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 10-11، بتصرف

² حسين حامد حسان، ماهية الصكوك، مرجع سابق، ص 02 و07، بتصرف

* راجع المطلب الثالث من المبحث الثاني من الفصل الأول، ص 40

الشرعية من عدد فردي من علماء الشريعة ، وأن يعين مستشار إقتصادي للهيئة من حملة الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال، وإذا تعددت العمليات التي تقوم بها الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) وتتنوع، فلا بد من أن يؤسس جهاز للتدقيق الشرعي يعمل تحت إشراف الهيئة الشرعية.

و- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإستثمار ما ليس مستثمراً من الموجودات التي حولت إليها بغرض التصكيك، من خلال عقد من عقود الإستثمار والتمويل الإسلامي.

ز- بعد إكتمال ربط الموجودات بالمستثمرين، يتم ترتيب هيكل الصكوك وعقودها، وفي الموازاة يتم تقييم الجدارة الائتمانية للصكوك بغرض تصنيفها، ونظراً لأن الصكوك لا تمثل حقوقاً في ديون، فإن الجدارة الائتمانية سوف تنصب على جوانب مختلفة عن حالة الديون منها:

- ✓ طبيعة الموجودات المصككة، ومدى إستقرار أسعارها، والقدرة على إسترداد قيمتها الإسمية دون خسارة.
- ✓ قدرة المستثمرين للموجودات (بصيغ الإجارة أو المشاركة أو المضاربة مثلاً) على الوفاء بالتزاماتهم، وعلى أداء مهامهم الإستثمارية على أكمل وجه.
- ✓ قدرة حملة الصكوك على الإستحواذ على الموجودات والتصرف فيها، في حالة عجز المستثمرين عن الأداء.

ويدخل أيضاً في تصنيف الصكوك الجوانب العامة التي لها صلة بطبيعتها مثل:

- ✓ هيكل الصكوك، ومدى مطابقته للشرعية.
 - ✓ مؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية، وخبراتهم السابقة.
- وفي حالة ما إذا جاء التصنيف دون ما يسمح بتسويق الصكوك بأسعار ذات عائد معين، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص إلى تحسين التصنيف عن طريق:

- ✓ تقديم ضمانات إضافية لحامل الصك، كضمان طرف ثالث للأصل أو العائد أو كليهما.
- ✓ إذا كانت الشركة ذات الغرض الخاص SPV ستقوم بتقديم الضمان، فيمكنها القيام بذلك عن طريق تقديم وعد بشراء موجودات الصكوك في نهاية أجلها بالقيمة السوقية (وقت الشراء) أو بالسعر العادل الذي يحدد بالتقييم وقت الشراء، ولكن الشركة ذات الغرض الخاص SPV بصفتها مضارباً (أو شريكاً أو وكيلأً بالإستثمار) لا يجوز لها الوعد بشراء الموجودات بسعر يحدد سلفاً، لأن ذلك ينطوي على ضمان يفسد عقد المضاربة.

- ✓ إذا تم تقديم الضمان من طرف ثالث، يمكن أن يكون الوعد بشراء الموجودات بسعر يحدده الواعد على نسق وعد الشراء في المراجعة.

- ✓ يمكن تحسين التصنيف الائتماني أيضاً عن طريق إحتياطي ضد مخاطر إستثمار الموجودات، ويتم ذلك بإحتجاز نسبة يتفق عليها مع حملة الصكوك في نهاية كل فترة، حتى يصل الإحتياطي إلى نسبة معينة من قيمة الأصول، ويبقى الإحتياطي ملكاً لحملة الصكوك، يعود إليهم عند التصفية.

ح- قد تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بترتيب ضمان التعهد بتغطية الإصدار من خلال أحد بنوك الإستثمار أو مؤسسة مالية وسيطة تتولى هذه العملية.

ط- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإعداد نشرة إصدار الصكوك التي تضم كافة العناصر والشروط المتعلقة بشرائها، وتوزيع أرباحها وتصفياتها في نهاية الفترة، كما تضم قائمة الموجودات المشمولة في ملكية حملة الصكوك.

س- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك متساوية القيمة، ويتم تسويقها وقد تتولى جهة أخرى عملية الطرح والترويج.

ع- بعد إصدار الصكوك، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بما يلي: (إدارة الموجودات، متابعة استخدام الموجودات وصيانتها والتأمين عليها، تلقي العوائد من المستثمرين -مدفوعات الإيجار والأرباح وغيرها -، إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم، صرف الأرباح في موعيدها لحملة الصكوك، التصفية في نهاية أجل الصكوك).

2- **تصكيك موجودات في الذمة:** يستخدم هذا الأسلوب من التصكيك عندما يكون هناك طلب لتمويل إقتناء موجودات معينة أو منافعتها، ولا يكون لدى مؤسسات التمويل السيولة الكافية لتقديم التمويل اللازم. ويساعد هذا الأسلوب على جمع حجم كبير من الموارد من الجمهور وإستخدامها في شراء الأصول وتقديمها للمستخدم الذي يطلبها.

مثال على ذلك، أن تطلب شركة طيران من بنك إسلامي تمويل شراء عدد من الطائرات الحديثة غير الموجودة للبيع ولكن تصنعها شركة صناعة طائرات معينة، فتتقدم شركة الطيران وتعد عقد إجارة في الذمة (إجارة أصل موصوف في الذمة)، مع بنك إسلامي لإستئجار تلك الطائرات، حيث يقوم البنك بدور المؤجر وشركة الطيران بدور المستأجر، ويحدد العقد كافة المواصفات المطلوبة في الطائرات، وموعد التسليم، وأقساط الإيجار، وفي نهاية العقد، يتم تحويل ملكية الطائرات إلى الشركة بعقد هدية أو عقد بيع بثمن رمزي، ويبدأ سريان عقد الإجارة عند تسليم الأصل، ويقوم البنك الإسلامي بتأسيس الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، ويحيل إليها عقد الإجارة في الذمة، بموافقة شركة الطيران، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بالدخول في عقد إستصناع مع شركة صناعة الطائرات، تكون الشركة فيه بمثابة صانع الطائرات بنفس المواصفات ومواعيد التسليم المطلوبة، على أن يتم سداد السعر وفقاً لمراحل إنتاج منقق عليها، وفي هذه الحالة، تتبع عملية التصكيك الخطوات التالية:

أ. يقوم البنك بالدخول في عقد إجارة أصل في الذمة مع شركة الطيران.

ب. ينشئ البنك شركة ذات غرض خاص SPV يحيل إليها عقد الإجارة، فتحل SPV محل البنك في كافة الحقوق والواجبات المتعلقة بالعقد.

ج. التعاقد مع هيئة شرعية تشرف على الإصدار لتأكد من توافق الموجودات مع الشريعة من حيث النوع وعقود الإستهلاك.

د. تقوم SPV بالدخول في عقد إستصناع مع شركة صناعة الطائرات لصناعة الطائرات المطلوبة بنفس مواصفات ومواعيد التسليم.

هـ. تقوم SPV بتحديد طبيعة الصكوك التي تنوي إصدارها من حيث الهيكل وكافة الشروط.

و. تعهد SPV إلى وكالة التصنيف لتحديد الجدارة الائتمانية للصكوك المزمع إصدارها، ومدى الحاجة إلى تحسينها عن طريق ضمان خاص أو تكوين إحتياطي مقابل مخاطر الإستهلاك.

ز. تقوم SPV بإعداد نشرة الإصدار بعد أن تتعهد مع مؤسسة متخصصة بضمان إصدار الصكوك.

ح. تقوم SPV بإصدار الصكوك وتسويقها مع إمكانية الإستهانة بجهة متخصصة في ذلك.

ط. تقوم SPV بإدارة موجودات الصكوك، خاصة من حيث:

- ✓ متابعة سداد أقساط ثمن الإستصناع حسب مراحل الإنتاج المتفق عليها، بالإستعانة بإستشاري تختاره بالإتفاق مع مؤجر الطائرات في الذمة، أو أن يكون لدى المستأجر ذاته الخبرة الفنية اللازمة فيتم توكيله في إصدار شهادات إتمام مراحل الإنتاج التي يتم الصرف بناءً عليها.
- ✓ إستلام الطائرات وتسليمها لشركة الطيران.
- ✓ ترتيب عمليات التأمين والصيانة بأنواعها.
- ✓ تحصيل أقساط الإيجار في مواعيدها.
- ✓ صرف صافي أرباح كل فترة لحاملي الصكوك.
- ✓ تحويل ملكية الطائرات إلى شركة الطيران في نهاية عقد الإجارة.
- ✓ تصفية الصكوك¹.

المطلب الرابع: مقارنة بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك من الناحية الإسلامية

تأسيساً على المفاهيم السابقة، نحاول المقارنة بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي موضحين أهم نقاط التشابه والإختلافات الرئيسية بين العمليتين، حيث يمكن إجراء المقارنة بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك من الناحية الإسلامية على الوجه التالي و لإختصار سوف نسمي التوريق في النموذج التقليدي الأول والتصكيك في النموذج الإسلامي الثاني وذلك بحسب ظهور عملية التوريق في كل منهما.

أولاً- التسمية والهدف:

- 1 - تسمى العملية توريقاً وتسنيداً في الأولى لأن ما يصدر عنها أوراًقاً مالية في صورة سندات بفائدة، بينما تسمى في الثانية تصكيكاً لأن ما يصدر عنها صكوكاً.
- 2 - الهدف الأساسي من عملية التوريق والتصكيك واحد وهو الحصول على السيولة النقدية في كلا النوعين بهدف توسيع قاعدة المشروع وتطويره أو جمع رأس مال من أجل تمويل مشروع استثماري جديد، إلى جانب توفير وسيلة استثمار لحملة الصكوك.

ثانياً- الأصول محل التوريق أو التصكيك:

- 1- من حيث نوعها: هي في الأولى ديون مثل قروض السيارات والبطاقات الائتمانية ودمم مدينة وقروض ربوية، وفي الثانية فهي ذات ضوابط محددة لنوعية الموجودات، وتتمثل في الأعيان والمنافع أو الديون في الذمم وفق عقد شرعي.
- 2- من حيث الصيغة العامة لهيكل إصدار الموجودات: في الأول الصيغة العامة في الغالب وحيدة ويتكون من بند واحد وهو ديون القروض، بينما يتعدد في الثاني بتعدد صيغ التمويل الإسلامية.
- 3- من حيث الموجودات المورقة في الأولى قد تقدم بيانات عن الموجودات المورقة والغرض منها طمأننة حملتها على وجود التدفقات النقدية كفيلاً بدفع العوائد وإطفاء السندات، وفي الثاني ضرورة تقديم معلومات كافية عن الموجودات أو المشاريع التي تمثلها الصكوك الإسلامية لأنها تمثل المبيع في عقد البيع.

رابعاً- حقوق حملة الصكوك:

تمثل ديناً على المصدر في الأولى وفي الثانية هي وثائق تمثل حق في الملكية ، وقد تمثل ديناً في الذمة وفق ضوابط

شرعية

¹ معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 12-15.

خامساً- عائد ومخاطر الورقة المالية:

- 1- من حيث العائد: في الأول العائد معلوم ومحدد مسبقاً، ويستند عائد الورقة المالية إلى سعر الفائدة المحرم شرعاً، بينما في الثاني عائد الصك هو ناتج عن عائد الإستثمار في هذه الموجودات، والذي قد يكون متغيراً أو مستقرّاً، أجرّة في حالة الإجارة وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات.
 - 2- من حيث المخاطر: في الأول مخاطر السندات متنوعة فبعضها خالي من المخاطر والبعض الآخر ذو مخاطر، ولكن لا يتحمل حملة السندات أي مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون، بينما في الثانية يتحمل حملة الصكوك الخسائر، وللصك المالي نفس الحق من الغنم والغرم من حيث العائد والمخاطرة والتي تكون كثيرة ومتنوعة بسبب مخاطر صيغ التمويل الإسلامية التي يستند إليها الصك.
- سادساً - عملية نقل الموجودات لشركة التوريق ومنها لحملة السندات والصكوك: في الأولى عملية بيع الموجودات عبارة عن عملية بيع دين لغير من هو عليه بالنقد (خصم ديون) تحت مسمى حوالة الحق أو التجديد، بينما في الثانية فهي عبارة عن عملية بيع حقيقي عن طريق حوالة أو صرف في عملية التصكيك الإسلامي.
- سابعاً- العلاقة بين المورق الأصلي (المنشئ) وبين الشركة ذات الغرض الخاص SPV: في الأولى وفي أغلب الأحيان تكون العلاقة شكلية بين المنشئ لتوريق وبين الشركة ذات الغرض الخاص SPV، أم في الثانية فهي علاقة بيع حقيقية، أو عملية مشاركة في الموجودات، ويلاحظ أن هناك تكاليف مالية إضافية في بعض البلدان «كالأردن مثلاً» تتمثل في ضريبة تسجيل العقار باسم الشركة ذات الغرض الخاص SPV إذا كانت الموجودات المورقة تمثل عقاراً.
- ثامناً- عدد الأوراق المصدرة: في الأول قد تصدر عدة أوراق مالية وبشرائح مختلفة أي ذات فئات مختلفة Multiple Trenches، بينما هي وحيدة في الثاني حيث تصدر الصكوك الإستثمارية بمبالغ متساوية القيمة وتمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات.
- تاسعاً- وجود هيئة رقابية شرعية ومراقبة الإلتزام: في الأول لا يشترط ذلك بينما في النموذج الثاني الإسلامي، فإن هيئة الرقابة الشرعية طرف أساسي في عملية التصكيك تقوم بدراسة هيكل الإصدار ووضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التصكيك، وتجعلها في دائرة المباح، وفي بعض الحالات يلزم وجود جهة تراقب إلتزام مدير الإستثمار بهذه المعايير.
- عاشراً- إستثمار فائض السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص SPV: في الأول: تستثمر السيولة الفائضة لدى SPV عادةً في السندات، وأوجه إستخدام قائمة على سعر الفائدة، في حين أن السيولة الفائضة في النموذج الإسلامي تستثمر وفق الصيغ الجائزة شرعاً، وعلى غير أساس الفائدة أي أنه يتم الإستثمار بأدوات ومعاملات تتفق مع أحكام الشريعة.
- إحدى عشر- الشركة ذات الغرض الخاص SPV: في الأول يمكن أن يكون للمورق الأصلي أن يساهم في الشركة ذات الغرض الخاص أي أنه يمكن أن يكون للمورق الأصلي حصة حاكمة في رأسمال SPV، في حين يفضل أن لا يسمح للمنشئ الأصلي، في الثاني (النموذج الإسلامي) أن يمتلك حصة حاكمة من الشركة لضمان عدم تعارض المصالح.
- إثني عشر- تمويل عجز السيولة: في الأول يتم تمويل عجز السيولة لدى SPV من خلال أدوات تقليدية بفوائد، حيث أنه تعمل الشركة ذات الغرض الخاص في اليوم الأول من المعاملة على شراء الموجودات ذات الأداء الكامل فقط، إلا أنه وخلال فترة الإستثمار قد تتحول بعض الموجودات إلى متأخرات (Arrears)، بمعنى عدم القدرة على تسديد الفوائد الدورية في الوقت المحدد، وهذه أول مشكلة أساسية تواجهها المعاملة المورقة، فالمستثمرون في التمويل المورق لا يرغبون في الفوائد الدورية فقط عندما يكون المقترضون قادرين على السداد، أو عندما يشاء المقترضون ذلك، أي أن المستثمرين يريدون التوصل إلى حالة من التأكد من أنهم سوف يستلمون دائماً الفوائد وأقساط أصل القرض في الوقت المحدد (أي عند الاستحقاق)، وفي هذا المجال لا بد أن تتوفر للمنشأة ذات الغرض الخاص SPV ما يطلق عليه تسهيل السيولة Liquidity Facility وهو يأخذ في

الغالب شكل تسهيل إئتمان متجدد (Revolving Credit Facility (RCF)، ويشترط في هذا أن يتمتع المصرف بتصنيف استثماري عالي لإعطاء الثقة لحملة السندات، بحيث يمكن أن تسحب منه الأموال الكافية لسد الفرق بين ما قام المقترضون بسداده فعلاً، كفوائد وأقساط أصل القرض (مع وجود متأخرات) وبين المستحق من الفوائد وأقساط المبلغ المقترض إلى المستثمرين أي حملة السندات (الأوراق)، في حين أن تمويل عجز السيولة في النموذج الإسلامي وإن حصل فيكون على غير أساس الفائدة الربوية وغالباً ما يقدم على شكل قرض حسن أو دفعات عوائد استثمار تحت الحساب لحين تحصيل قيمة المتأخرات، حيث تتم المحاسبة النهائية وإحتساب العائد الحقيقي لحملة الصكوك.

ثلاثة عشر - رد أصل المبالغ المستثمرة في نهاية المدة: في الأول: يتم رد أصل المبالغ المستثمرة من قبل المنشئ الأصلي وبالقيمة الاسمية (القيمة الأولى)، بينما في الثاني يعطي للمنشئ حق خيار الشراء، وعلى أساس أن يتم الرد بسعر السوق (القيمة السوقية) أو القيمة العادلة، أو حسب الوعد ولكن ليس الإلزام وذلك ضمن هيكلية الإصدار.

أربعة عشر - تغطية الإصدار: في الأول: إذا لم تتم تغطية الإكتتاب في السندات التقليدية على الرغم من وجود سقف له، إلا أنه لا يرتبط بمشروع معين، فإنه يمكن توفير المبالغ من قروض ربوية منفصلة، ومن هنا تنشأ المخاطر الائتمانية المباشرة بين حملة السندات ومصدرها، بينما في الثاني إذا لم تتم تغطية الإصدار أو المقدار الضروري منه لشراء الموجودات، فإنه لا يتم إصدار الصكوك وترد المبالغ للمكتتبين، إلا في حالة وجود جهة تتعهد بتغطية الإصدار، فإنه يتم تغطية ما لم يكتتب فيه من صكوك، ويتم بعد ذلك إصدار الصكوك.

خمس عشر - تداول الأوراق المالية: إن الحد الأدنى للتداول في السندات مختلف تماماً عنه في الصكوك، ففي الأول يتم تداول السندات في السوق الثانوية، ويتم من خلال خصم للدين المترتب لحامله في ذمة الجهة المصدرة، بينما في الثاني يتم تداول الصكوك الإسلامية إن كانت تمثل أعياناً أو منافع حيث يبيع حامل الصك حصته الشائعة في الموجودات إلى حامل صك جديد، أما الصكوك التي تصدر عن ذمم بيوع آجلة فلا يجوز تداولها شرعاً، إلا وفق شروط خاصة.

سنة عشر - تكييف العلاقة التعاقدية بين أطراف عملية التوريق والتصكيك:

1 - في الأول: أن الإكتتاب في السندات التقليدية لا تترتب عليه أي مشاركة بين حملة السندات، بل تكون دائنية متوازنة لعدم إرتباط حملتها بالمشروع (وهو الوعاء المشترك الذي تمثله الصكوك) وقد ينتظم حملة السندات عند الحاجة لدى جهة معينة تمثل حقوق الدائنين على مصدري السندات، بينما في الثاني: فإن الإكتتاب من المستثمرين في الصكوك الإسلامية يحدث بينهم مشاركة تتم بصورة تراكمية.

2 - يواصل المورق الأصلي في النموذج التقليدي أداء دوره كمدير بما في ذلك تحصيل الفوائد وأصل المبالغ التي هي في ذمة المقترضين، وسداد أصل المبالغ إلى الشركة ذات الغرض الخاص، ويحقق المورق الأصلي مقابل هذه الخدمة «رسوم الإدارة»، ويقوم المنشئ في النموذج الإسلامي بنفس الدور إلا أنه غالباً ما يقوم بهذا الدور دون أجر إضافي¹.

¹ بالإعتماد على عدة مراجع: فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 46-48. وفتح محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 14-15. ومحمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19-20. بتصرف

المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التوريق، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان التصييك (الصكوك الإسلامية)، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال توريق الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصييكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدت إليه من أزمة مالية عالمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي¹. ورغم حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن صورها أو أشكالها تنوعت وفقاً للغرض الذي من أجله استحدثت²، حيث تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بإعتبارات مختلفة، وبحسب الزاوية التي ينظر منها كل باحث، إذ نجد أن نوعاً واحداً من أنواع الصكوك قد ينفرع إلى أنواع ومستويات أخرى عديدة، لذلك فإنه يصعب جداً حصر أنواع الصكوك في عدد معين.

ونحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أنواع الصكوك الإسلامية وإبراز أهميتها الاقتصادية من حيث اعتبار صيغ التمويل الإسلامية، وعلى هذا الأساس تختلف الصكوك الإسلامية وتتنوع بإختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، ويعتبر فقه المعاملات الإسلامية هو الأساس الذي بنيت على أساسه الصكوك الإسلامية حيث تتعدد صيغ البيوع والمشاركات تعديلاً كبيراً يثري المختصين بالبحث عن صيغ الإستثمار الشرعية التي تساهم في التطور الهائل في الإقتصاد من خلال ما يعرف (بالهندسة المالية الإسلامية)³ لابتكار أدوات مالية وتمويلية جديدة³. وتعتبر أنواع الصكوك الإسلامية الناتجة عن هذا التصنيف أساس التقسيمات الأخرى والتي تعمل على إعادة تصنيف تلك الأنواع من الصكوك وفق إعتبارات أخرى.

المطلب الأول: صكوك المضاربة

تقوم فكرة هذه الصكوك أساساً على عقد المضاربة، والمضاربة أو كما تسمى بالقرض أو المعاملة هي نوع من أنواع الشركات، وتسمى في لغة أهل العراق مضاربة، وفي لغة أهل الحجاز تسمى قراضاً⁴. وتقوم صيغة التمويل بالمضاربة في جوهرها على تلاقي أصحاب المال وأصحاب الخبرات، بحيث يقدم الطرف الأول ماله، ويقدم الطرف الثاني خبرته، بغرض تحقيق الربح الحلال الذي يقسم بينهما بنسب متفق عليها⁵. إذن فالمضاربة هي إشتراك في الربح من طرفين بحسب ما شرطاً، الطرف الأول يسمى رب المال، والطرف الآخر يسمى المضارب والذي يشترك في الربح بجهد وخبرته، أما في حالة الخسارة فهي على رب المال وحده، ولا يتحمل العامل المضارب من الخسران شيئاً وإنما يخسر عمله وجهده⁶. إذ لم يثبت تقصيره وعدم إخلاله بشروط المضاربة.

أولاً- تعريف صكوك المضاربة وأنواعها:

1- تعريفها: عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها رقم (17) صكوك المضاربة

بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل

¹ كمال توفيق حطاب، الصكوك الإستثمارية الإسلامية، مرجع سابق، ص11

² وليد خالد الشامي، عبد الله يوسف الحجي، الصكوك الإستثمارية الشرعية، مرجع سابق، ص910

* الهندسة المالية الإسلامية: هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار الشرع الحنيف.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص58، بتصرف

⁴ أسامة الجورية، راجع نفسه، ص58

⁵ موساوي زهية، خالد حديجة، التمويل الاسلامي للمشاريع الاقتصادية-فرص وتحديات، مقالة في مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، العدد الرابع، 2006،

ص50

⁶ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الاسلامية، ط1، جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002م، ص80

نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها¹.

- وقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي صكوك المضاربة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسب ملكية كل منهم².

2 - أنواع صكوك المضاربة: هناك صور متنوعة لصكوك المضاربة منها ما يلي

أ- صكوك المضاربة المقيدة: يحكم هذه الصكوك عقد المضاربة المقيدة، وفيها تنقيد جهة الإصدار بالإستثمار في مشروع أو نشاط معين (صناعياً كان أم زراعياً أم تجارياً)، حيث يتم إصدار هذا النوع من الصكوك من قبل جهة الإصدار واستخدام حصيلتها في مجالات وأنشطة محددة ومعينة ويتم تحديد مدة الصك طبقاً لعمر المشروع، ولا يجوز لجهة الإصدار مخالفة تلك القيود وإلا أصبحت متعدية ومن ثم ضامنة.

ويتم توزيع جزء من العائد تحت الحساب كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر مثلاً، على أن تتم التسوية النهائية عند إنتهاء العمل من المشروع، وتحصل جهة الإصدار أو الوسيط المالي (وكيل الإصدار) الذي ينوب عنه، والمتمثل عادة في الهيئة ذات الغرض الخاص، على جزء محدد من الربح مقابل الإدارة والتي تتحدد نسبته مقدماً في نشرة الإصدار³، ويمكن إصدار نوعين من صكوك المضاربة المقيدة هما:

1 - صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معين (عملية معينة): وهي صكوك تعطي لمالكها الحق في المشاركة الموقوتة لتأسيس أو تمويل مشروع معين أو عملية معينة والمشاركة في العائد المتولد منه، وتحمل النتائج إيجاباً وسلباً، كإنشاء مشروع سكني أو إستصلاح مساحة أرض معينة بقصد بيعها، وذلك من خلال تخصيص الموارد المتجمعة من المضاربة التي تنشأ لهذا الغرض.

2 - صكوك المضاربة المقيدة بمجال معين: وهي صكوك تعطي لمالكها الحق في المشاركة في العائد المتولد من تشغيل الأموال في نشاط إستثماري معين، كنشاط المقاولات أو نشاط الثروة الحيوانية، وتستخدم حصيلة هذه الصكوك في أوجه التوظيف المختلفة داخل مجال النشاط المعين الذي تقوم به الشركة، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وهي المضاربة أو المشاركة أو الإجارة أو المرابحة⁴

ب- صكوك المضاربة المطلقة: يحكم هذا النوع من الصكوك عقد المضاربة المطلقة، ويعد هذا النوع من أحد أدوات الإدخار الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى هي صكوك محددة المدة تصدرها الشركات التي ترغب في الحصول على الأموال لإستثمارها ودون تحديد لنوع النشاط أو المشروع، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الإستثمارات المختلفة للشركة طبقاً لقاعدة الصندوق العام للتمويل والإستثمار. حيث أن في هذا النوع من الصكوك تكون جهة الإصدار غير ملتزمة بأي قيد من القيود الموجودة في الصورة السابقة، ويمكن لجهة الإصدار اختيار المشروعات المناسبة ولها حق الإستثمار المطلق.

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 239

² مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، مرجع سابق، ص 1809

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 40. وأسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 103، بتصرف

⁴ قتيبة عبد الرحمن العالي، صكوك المضاربة الإسلامية، الترخيخ الفقهي والتصوير الفني، بحث مقدم إلى مؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون،

جامعة الإمارات، 6-7 مارس 2007، ص 29

ويستحق عائد الصك كل ثلاثة أشهر مثلاً كجزء من الأرباح تحت حساب التسوية النهائية في نهاية المشروع، وتحصل جهة الإصدار بصفقتها مضاربا على جزء من الأرباح مقابل عملية التسيير (الإدارة) وتحدد نسبتها مقدماً في نشرة الإصدار¹.

ج- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج: وذلك بأن ترد القيمة الإسمية للصكوك مع أرباحها (إن وجدت) في مدة زمنية محددة، فيسترد حملة الصكوك جزءاً من رأس مالهم مع كل مرة توزع فيها الأرباح، فضلاً عن أرباحهم حتى يستهلك رأس مالهم بالكامل، وتؤول ملكية المشروع لجهة الإصدار.

د- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: وذلك بأن يسترد حملة الصكوك في آخر المشروع القيمة الإسمية للصكوك (مع ملاحظة الخسائر والأرباح إن وجدت) ويمكن توزيع الأرباح بشكل دوري، ويبقى إسترداد القيمة الإسمية للصكوك لآخر المشروع.

هـ- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع: يمكن أن يكون رد قيمة صكوك المضاربة من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع، وذلك بأن تطرح فكرة مشروع معين كبناء عمارة، ويصدر له مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، ويكون رد قيمتها بعد الانتهاء من المشروع، من خلال تملك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم.

و- صكوك المضاربة القابلة للتحويل: يمكن طرح صكوك مضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى أو بتغيير مجال التجارة والمضاربة، أو نحو ذلك، مثل تحويلها إلى صكوك إجارة أو إلى أسهم عادية مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول².

ثالثاً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المضاربة:

مع مراعاة الضوابط العامة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، هناك ضوابط أخرى خاصة لكل نوع من أنواع

الصكوك الإسلامية، لا بد من مراعاتها، أهمها

1- من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المضاربة: بما أن صكوك المضاربة تمثل حصة شائعة في موجودات المشروع المستثمر والمتمثلة في صافي أصول الوعاء الإستثماري، وهذه الأصول قد تتكون من نقود وأعيان ومنافع وديون، فيجوز تداولها بعد قفل باب الإكتتاب وتوظيف حصيلة الصكوك، وحتى تاريخ إعلان التصفية على هذا الأساس، طالما كان مع الديون والنقود أعيان ومنافع، لأن وجود الديون والنقود طارئ متغير اقتضته طبيعة الإستثمار في بعض مراحلها³، وفي هذا الإطار تطبق عند التداول الأحكام التالية:

✓ إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الإكتتاب ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

✓ إذا أصبح مال المضاربة ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

✓ إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضي عليه⁴.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص41. وأسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص103-104 بتصرف

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص41-42

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص55 بتصرف

⁴ نادية أمين علي، صكوك الإستثمار الشرعية، مرجع سابق، ص989

2- من حيث العلاقة بين طرفي عقد إصدار صكوك المضاربة: من المعروف أن طرفي عقد إصدار أي نوع من الصكوك، هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية، وبناءً على ذلك نجد أن:

المصدر لصكوك المضاربة يكون هو المضارب، والمكتتبون في الصكوك هم أرباب المال، وحصيلة الإكتتاب في الصكوك هي رأس مال المضاربة، وبذلك يملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المنقولة عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

وتعتبر نشرة الإصدار بمثابة الإيجاب لهذه الصكوك وإقدام المكتتبين على النشرة، ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار جميع شروط عقد المضاربة من حيث بيان موضوع النشاط والربح المتوقع وطريقة توزيع هذا الربح وغير ذلك¹.

3- مع مراعاة الأطر الخاصة لإصدار وتداول الصكوك لا بد من التقيد بالأطر الشرعية العامة التي تحكم كل من عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ونشرة الإصدار والتي تم التطرق إليها في الأطر الشرعية العامة التي تحكم عملية التصيكيك في المبحث السابق.

رابعاً- الأهمية الاقتصادية لصكوك المضاربة: تأتي أهمية صكوك المضاربة من أنها:

1- تطرح كبديل لأدوات التمويل الأخرى وخاصة في مجالات التمويل الكبيرة وطويلة الأجل الذي تحتاجها المشاريع الاقتصادية الكبرى، وتعتبر صكوك المضاربة من الأدوات التمويلية الإسلامية المتطورة، قادرة على أن تستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة القائمة في مجتمعاتنا والمحجمة عن التعامل بالسندات التقليدية.

2- يعتبر التمويل بصكوك المضاربة أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد، وذلك بالمقارنة مع التمويل القائم على أساس نسبة الفائدة الذي لا يعكس في العادة ربحية المشروعات.

3- تعتبر صكوك المضاربة أداة تمويل إسلامية تزوج بين أصحاب رؤوس الأموال وذوي الخبرات الاقتصادية الذين لا يملكون المال، فالمال والخبرة هما عنصرين مهمين في عملية التنمية الاقتصادية.

4- تمكن الحكومات أن تمول العجز في ميزانياتها عن طريق إصدار صكوك المضاربة في المشروعات المدرة

للربح، فعندما تقوم الحكومة بهذا النوع من المشروعات فيمكن تمويلها على أساس المضاربة، حيث لا يشارك أصحاب الأموال في اتخاذ القرار الإداري والإستثماري للمشروع، وتبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية.²

5- يمكن كذلك من خلال هذه الصكوك قيام الدولة بإقامة مشاريع إستثمارية تعود بالربح عليها أو على الأقل لا

تحمل خزينة الدولة أي أعباء مالية، وجانب آخر يمكن بها تمويل مشاريع الخدمات العامة التي تقدمها الدولة مثل إنشاء مدارس ومستشفيات كأن تقوم الدولة ببناء مدينة سكنية فتستطيع عن طريق إصدار صكوك المضاربة الحصول على التمويل اللازم لتطوير الأراضي المخصصة لبناء مدن سكنية ومن ثم بيعها لتسدّد قيمة الصكوك المصدرة مع توزيع الأرباح والعوائد المناسبة.

6- كما يمكن للقطاع الخاص الإستفادة من صكوك المضاربة عن طريق قيام شركة مساهمة صناعية -على سبيل

المثال- بإصدار صكوك مضاربة باعتبارها مضارباً تجاه رب المال الذي تمثله هيئة حاملي الصكوك على هذا

الأساس³.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 69

² أسامة الجوزية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 129

³ قتيبة عبد الرحمن العالبي، صكوك المضاربة الإسلامية، مرجع سابق، ص 27-28

المطلب الثاني: صكوك المشاركة

المشاركة هو الإسم المصرفي للصيغة التمويلية المستمدة من عقد الشركة المعروف في الفقه الإسلامي، بعد إدخال بعض الشروط عليه مثل جعل الشركة فيه دائماً ذات مسؤولية محدودة، أي أن مسؤولية كل شريك عن ديون الشركة لا تتعدى حصته في رأسمالها، وتحديد أجل للشركة ونحو ذلك وكل ذلك جديد على عقد الشركة¹. وتعرف المشاركة بشكل عام على أنها اشتراك شخصين (طرفين)، أو أكثر في القيام بمشروع معين من خلال مساهمة كل منهم فيه سواء برأس المال أو العمل، وتقاسم ما ينجم عن نشاطه من ربح أو خسارة².

أولاً: تعريف صكوك المشاركة وأنواعها

1 - تعريف صكوك المشاركة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة بأنها: «وثنائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع قائم، يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك أو يرغب في استثمار هذه الحصيلة في إقامة مشروع جديد على أساس عقد المشاركة الشرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك بإعتبارهم مشاركين فيه، وتعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء»³.

وبناءً على تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، يمكن إعادة صيغة التعريف التالي لصكوك المشاركة: هي وثنائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها⁴.

2 - أنواع صكوك المشاركة: صكوك المشاركة في ذاتها أنواع، وفيما يلي نوجز أهم أنواع صكوك المشاركة:

أ- الأسهم التقليدية: صكوك تثبت حقاً في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة تعمل في إطار المباح شرعاً، والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم، ويشترط المساهمون في إتخاذ القرارات الإستثمارية والمالية، وبالتالي تشمل جميع أنواع الأسهم المباحة شرعاً⁵.

ب- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها: ويكون ذلك بأن تطرح جهة الإصدار سواء كانت فرداً أو مؤسسة أو شركة صكوكاً بحصص متساوية تخصص لمشروع معين، وتشارك جهة الإصدار بنسبة معينة من رأس مال المشروع (كالنصف أو الربع مثلاً)، وبالتالي يكون الجميع شركاء بما فيهم مصدر الصكوك، على أن تتم إدارة المشروع من الجهة المصدرة للصكوك لقاء نسبة من الأرباح.

وهذه الصكوك بهذه الصورة تختلف عن الأسهم في عدة صور، من أهمها أن أصحابها لا يشتركون في إدارة المشروع بخلاف حملة الأسهم الذين يكونون مسيرين للمشروع هذا من جهة، ومن جهة أخرى هذه الصكوك عادة ما تكون محددة بمدة معينة، وعليه لا تنطبق عليها مواصفات شركة المساهمة غير محددة بمدة معينة.

¹ محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص 15.

² فليح حسن، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 261

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 239

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 37

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 44

ج- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى: وهذا النوع مثل النوع السابق لكن إدارة المشروع المشتركة بين جهة الإصدار وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح¹.

د- صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع: الأصل في إصدار أي نوع من الصكوك، أن تكون لمدة محددة فإذا انتهت وجب إستردادها، وهذا الاسترداد يتم إما من خلال توزيع ما في المشروع على أصحاب الصكوك بالتدرج أو خلال مدة زمنية محددة، أو من خلال تصفية المشروع وتضويده (أي بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ كل صاحب حق حقه، أو من خلال تملك بعض الشركاء للمشروع وخروج البعض فيما يعرف بالصكوك المنتهية بالتملك وعلى هذا الأساس يتم تصنيف صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع²، وهي أنواع تتمثل فيما يلي:

1- صكوك المشاركة الدائمة أو المستمرة: وهي مثل الأسهم بجميع أنواعها المباحة شرعاً، على أن يكون

المشروع المطروح من أجله صكوك المشاركة مستمراً في العمل والمكتتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال عمر المشروع غير المحدد، وذلك كأن تقوم جهة الإصدار بطرح صكوك لمشروع معين تشترك فيه جهة الإصدار بنسبة معينة، ويطرح الباقي على شكل صكوك سواء أكانت الإدارة لجهة الإصدار، أم للمجموعة المشاركة، أم لجهة ثالثة³.

2- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة: وتمثل هذه الصكوك مشروعاً يكون محدداً بمدة زمنية معينة، ويمكن استرداد القيمة الإسمية لهذه الصكوك بأحد الصور:

أ- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: في هذه الصورة من الصكوك يحصل حملة الصكوك على أجزاء من القيمة الإسمية في كل فترة توزع فيها الأرباح (إن وجدت) على أن تكون هذه الأرباح في كل فترة بنسبة الرصيد الذي لم يحن موعد استرداده، حتى يستردوا القيمة الإسمية للصكوك، وبذلك يكون الصك قد أطفأ. ونلاحظ هنا أن هذا النوع من صكوك المشاركة يعامل معاملة الأسهم التي ليست لها حق التصويت في الجمعية العامة، ولها حق الحضور إليها.

ب- صكوك المشاركة المستردة خلال زمن محدود: وذلك كأن تطرح جهة الإصدار صكوكاً للمشاركة في مشروع معين أو مشروعات عامة دون تخصيص، وتحددها بخمس أو عشر سنوات أو أكثر أو حتى أقل، وتشترك فيها جهة الإصدار بنسبة معينة، والنسبة المتبقية من حصة المشروع تطرح للاكتتاب، وعند انتهاء المدة المحددة للمشروع يأخذ كل واحد نصيبه حيث يحصل حملة الصكوك على القيمة الإسمية للصكوك وتوزع عائدات التصفية على حملة الصكوك، أو يبقى المشروع ويتفق فيه على أن ينتهي بأن يمتلكه الطرف الأول أو الثاني حسب الاتفاق⁴.

ج- صكوك المشاركة المنتهية بالتملك: وتعرف المشاركة المنتهية بالتملك أو المتناقصة بأنها: «معاملة تتضمن شركة بين طرفين في مشروع ذي دخل يتعهد فيها أحدهما بشراء حصة الطرف الآخر تدريجياً سواء كان الشراء من حصة الطرف المشتري في الدخل أم من موارد أخرى» وسماه الفقهاء قديماً التخرج، وعليه نجد أن هذا النوع من الصكوك الصادر على أساس هذه الصيغة تشبه الصورة الثانية، إلا أن المشروع في هذه الصورة ينتهي بتملكه لحملة الصكوك⁵.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 38

² أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 98.

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 38

⁴ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 98. بتصرف

⁵ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 39. وأسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، المرجع السابق، ص 98-99

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المشاركة:

لصكوك المشاركة أطر خاصة بإصدارها وتداولها، أهمها:

- 1- صكوك المشاركة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المشاركة بإصدار صكوك ملكية برأس مال المشاركة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.
- 2- المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال الشركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت، وتعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك موجهاً إلى الجمهور من قبل مصدر الصك رغبة منه في استخدام حصيلة الصكوك كحصة مشاركة في مشروع قائم يملكه أو في إقامة مشروع جديد بصفته شريكاً يطلب من غيره الدخول معه في مشاركة، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة تعتبر قبول لها، فإذا تم الإكتتاب في هذه الصكوك انعقدت مشاركة بين مصدر الصك وبين المكتتبين فيه وترتب على هذه المشاركة جميع آثار عقد المشاركة حسب شروط نشرة الإصدار التي قبلها المكتتبون، والغالب في صكوك المشاركة أن تتضمن نشرة الإصدار قيام مصدر الصك بصفته شريكاً بإدارة المشاركة، وتحديد الأجرة الذي يتقاضاها بإعتباره مديراً للإصدار -يمكن أن يتولى هذا الدور وكيل الإصدار (الشركة ذات الغرض الخاص)-، وكذا طريقة توزيع الأرباح بين مصدر الصك وحملة الصكوك بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزيع الخسارة بنسبة مساهماتهم، بالإضافة إلى تحديد آجال صكوك المشاركة والتي عادة ما تتحدد بالمدة المحددة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة¹.
- 3- يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصكوك (بما لا يقل عن 10% من رأس مال المشاركة) فيما أصدرت من أجله وحتى نهاية أجل الصكوك وتصفية المشاركة، ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار، وإن زادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع، مادام النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك ليس مقصوداً به الديون أو النقود، وتراعي ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة الصكوك وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي تختلف عنها ديون في ذمة الغير².
- 4- عند مراعاة الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المشاركة، لا بد من التقيد بالأطر العامة التي تحكم عملية التصكيك.

ثالثاً- الأهمية الاقتصادية لصكوك المشاركة:

- تعتبر المشاركة من أفضل صيغ التمويل الإسلامي لفعاليتها في عمليات التمويل حيث تتعامل أكثر البنوك ومؤسسات التمويل والشركات الاستثمارية بهذه الصيغة، سواء كانت المشاركة مستمرة أو متناقصة، وذلك للميزات التالية:
- 1 المشاركة هي الأساس الذي يمكن الإقتصاد من ربط الدورة الإقتصادية (أي إنتاج السلع والخدمات) بدورة النقود مما يقلص خطر الإنزلاق بين هاتين الدورتين مما يجعل الإقتصاد المالي يعكس حقيقة الإقتصاد الحقيقي، كما أن وجود هذا الإنزلاق يسبب كوارث مختلفة للبنوك، والمؤسسات الإقتصادية، والأسواق المالية العالمية، وهو سبب الأزمة المالية العالمية.

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص36، بتصرف

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص63

2 لا تحمل في طياتها أي آثار تضخمية (كما هو الحال في تمويل البنوك الربوية)، فعدم اعتماد مؤسسات التمويل على الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة يؤدي إلى تنشيط عملية التنمية في المجتمع إذ ليس أمام المؤسسة وهي تعمل بصيغة المشاركة إلا تجنيد كل طاقاتها وإمكانياتها في استخدام الأموال التي لديها في مشروعات التنمية (فهي أسلوب حتمي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية باعتبار أن العائد المحقق لا ينتج فعلاً إلا من استثمار إنتاجي وتنمية حقيقية، مما يساهم في الحد من التضخم ، فضلاً عن الحد من ارتفاع الأسعار وتخفيض تكاليف الإنتاج وبالتالي سعر المنتج النهائي للمستهلك، وذلك لعدم تحميل التمويل بتكاليف أو أعباء كما في القروض)

3 -تعتبر صكوك المشاركة الصيغة المفضلة في التمويل متوسط أو طويل الأجل وذلك لأنها تتغلب على مشكلة انخفاض قيمة العملة وخصوصاً في البلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملاتها مقابل العملات الصعبة باستمرار

4 يمكن للدول أن تصدر صكوك المشاركة سداً للعجز في ميزانياتها وإستثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل أو الإيراد مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ وغيرها، حيث لا ترتب هذه الصكوك على الدولة التزامات ثابتة تجاه الممولين لأنها تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة¹.

المطلب الثالث: صكوك الإجارة

الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف (أطراف) آخر بمقابل مصاريف إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإيجار ، وبالتالي فإن محل العلاقة ليست دائنية مديونية بين المؤجر والمستأجر وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة².

أولاً- تعريف صكوك الإجارة وأنواعها:

1 - تعريف صكوك الإجارة: وبناءً على ما جاء فإن فكرة صكوك الإجارة تقوم على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويلية، ويمكن تعريف صكوك الإجارة من خلال إستعراض البعض من تعاريف الباحثين والهيئات الإسلامية الشرعية.

- فقد عرّفها محمد مختار السلامي بأنها «أدوات مالية للإستثمار عن طريق تملك أعيان وتأجيرها، ثم تمثيلها في أوراق مالية ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك واستحقاقهم الأجرة بحسب حصص الملكية»³، ويلاحظ من خلال هذا التعريف أنه تناول صورة واحدة من صور صكوك الإجارة، والتي تتعدد كما سنرى عند الحديث عن صور صكوك الإجارة وكيف يمكن أن ترد على ملكية المنفعة دون العين.

- وعرفها عبد الستار أبوغدة بأنها « وثائق (شهادات) قابلة للتداول - بيعاً وشراء - تمثل ملكية منافع أعيان مؤجرة أو ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة أو ملكية منافع أعمال معينة أو ملكية منافع أعمال موصوفة في الذمة»⁴.

ويؤخذ على هذا التعريف أنه لم يتحدث عن تساوي قيمة الصكوك⁵،

- وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: «سندات ذات قيمة إسمية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل»⁶.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص ص 128 - 129

² نادية أمين علي، صكوك الإستثمار الشرعية، مرجع سابق، ص 988

³ محمد مختار السلامي، الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000/09/22م، ص 313

⁴ عبد الستار أبو غدة، الإجارة، ط1، مجموعة البركة، قطاع الأموال، شركة البركة للإستثمار والتنمية، جدة، 1998م، ص 183

⁵ محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية، (دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية)، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1432هـ-2011م، ص 21

⁶ مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الخامس عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، مرجع سابق

يلاحظ أنه يؤخذ على جميع التعاريف السابقة عدم تطرقها إلى إطفاء صكوك الإجارة، وفي هذا السياق نحاول صياغة التعريف التالي: صكوك الإجارة هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية ، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد ، قابلة للتداول بعد قفل باب الإكتتاب وبدء عمليات الإستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع.

وتأسيساً على ذلك، فإن صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك قياساً على نظرائه الآخرين، وتعتبر أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلاً، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة عوائد الصك محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصاريف العين المؤجرة.

2 - أنواع صكوك الإجارة: يمكن تصنيف صكوك الإجارة إلى ثلاث أنواع رئيسية

أ - صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود بإستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها أو إستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب فيها¹، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم حتى تاريخ تصفية المشروع (عقد الإجارة). ولهذا النوع من الصكوك صورتان²:

الصورة الأولى: أن يملك شخصاً (طبيعياً أو معنوياً) مصنفاً أو عقاراً مؤجراً أو موعوداً بإستئجاره، يرغب في بيعه من خلال صكوك إستثمارية فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة، ويجعل من قيمة الثمن صكوكاً متساوية القيمة يطرحها للإكتتاب.

الصورة الثانية: أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر موجوداً أصلاً عند التعاقد وإنما يطرح المشروع للإكتتاب عن طريق صكوك الإستثمار، ويتم إستخدام حصيلة الإكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيرها.

ب - صكوك ملكية المنافع: وهي أنواع، وتسمى أيضاً بصكوك إجارة المنافع

النوع الأول: صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: ولها صورتان

الصورة الأولى: وتتمثل في وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها وإستيفاء أجرتها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك³، وينبثق من هذه الصورة حالتان:

الحالة الأولى: أن يقوم مالك عين موجودة مستأجرة فعلاً (عقار، مصنع، طائرة، أو نحو ذلك) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك (متساوية القيمة) بغرض الاستفادة من أجرتها المدفوعة مسبقاً من حصيلة الإكتتاب للإستثمار وإستيفاء منافعها لمدة معينة ، وتكون منافع تلك العين أو الأعيان الموجودة المعينة مملوكة فقط لحملة الصكوك للفترة الزمنية المحددة (عشر سنوات مثلاً)⁴.

الحالة الثانية: أن يقوم مالك عين موجودة لم تستأجر بعد (موعود بتأجيرها)، سواء كانت عقاراً أو مصنفاً أو نحو ذلك بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك إستثمار بغرض إجارة منافعها واستفاء

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 30

² راجع نفسه.

³ أشرف دوابه، المرجع السابق، ص 30-31

⁴ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، المرجع سابق، ص 71-72

أجرتها لفترة زمنية معينة مسبقاً من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح حقوق المنفعة مملوكة لحملة الصكوك في تلك الفترة الزمنية المعينة،

الصورة الثانية: تكون في شكل وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة (مستأجر) عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، أي أنه في هذه الصورة المصدر ليس مالكا للعين الموجودة، إنما هو مستأجر مالك لمنافع العين أو الأعيان الموجودة (كعقار، طائرة، باخرة، مصنع، أو نحو ذلك)، وذلك بغرض إعادة إيجارها وإستفاد أجرتها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة للعين مملوكة لحملة الصكوك¹.

النوع الثاني: صكوك ملكية منافع الأعيان موصوفة في الذمة

وتسمى أيضاً بصكوك إجارة منافع الأعيان موصوفة في الذمة وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة (أي غير موجود بعد) وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

وتتحقق صورة هذا النوع من الصكوك عندما يقوم المصدر بإصدار صكوك إستثمار خاصة بمنافع العين الموصوفة في الذمة سيبني أو يشتري خلال فترة زمنية محددة، أي يعرف به عن طريق المواصفات التي تحدد معالمه وتاريخ البناء، أو الشراء، أو بيع منفعة مصنع موصوف في الذمة يكون خاصاً بإنتاج الحديد، أو الإسمنت أو نحو ذلك، يبني أو يشتري خلال فترة محددة،

وحيث أن هذه الصكوك التي فيها جميع المواصفات التي توضح الأعيان الموصوفة في الذمة، وتكون نشرة الإصدار فيها بمثابة الإيجاب، وإكتتاب جمهور المستثمرين فيها بدفع المبالغ المخصصة لها قبولاً لها، فالمصدر بائع للمنفعة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مشترون لها، وهم بعد ذلك أصبحوا مشاركين شركة الملك على الشروع في منافع تلك الأعيان الموصوفة في الذمة بغنمها وغرمها، والتكليف الفقهي لهذه العملية هو أنها تدخل في الإجارة الموصوفة في الذمة مثل (السلم في البيع)، فالمصدر مؤجر والمكتتبون مستأجرون وبالتالي تطبق عليهم أحكام الإجارة الموصوفة في الذمة من حيث أن العين المؤجرة فيها غير محددة ومعينة وإن الأجرة لا يجوز تأجيرها عند المالكية والشافعية إن عقدت بلفظ السلم، لأنها سلم المنافع، وكذا إن عقدت بلفظ الإجارة في الأصح عندهم نظراً إلى القصد والمال والمعنى².

ج- صكوك ملكية الخدمات* : ولهذا النوع من الصكوك صورتان

الصورة الأولى: صكوك ملكية الخدمات من مصدر معين

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة)، وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك. وصورة هذا النوع أن يقوم المصدر وليكن مستشفى محمد بوضياف بورقلة مثلاً، أو جامعة قاصدي مرباح بنفسها أو عن طريق وسيط مالي بنك أو شركة ذات الغرض الخاص، بإصدار صكوك إستثمار بغرض إستخدام حصيلتها في تقديم خدمة التعليم العالي أو تقديم الخدمات الطبية للراغبين في ذلك لقاء ثمن معين ولفترة زمنية محددة، أي أنه تستخدم حصيلة إصدار هذه الصكوك في شراء خدمات بعقد إجارة من مقدم خدمة معينة كالتدريس في الجامعة أو جراحة يقوم بها طبيب معين في مشفى بعينه ويكون المكتتبون للصكوك ملاكاً أو مستأجرين لهذه الخدمات من بائعها أو مؤجرها بقصد إعادة بيعها أو تأجيرها للمستفيد الأخير من الخدمة

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 31

² أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 73، بتصرف

* ثمة فرق بين المنافع والخدمات، فالمنافع تتعلق بالأعيان، كمنافع العقارات والطائرات، أما الخدمات فتتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية الصحية

والحصول مع الفرق بين ثمن شراء الخدمة من مقدمها و ثمن بيعها للمستفيد منها، ويتم ذكر كل هذه التفاصيل وبصورة مفصلة في نشرة الإصدار .

الصورة الثانية: صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم خدمة من مصدر موصوف في الذمة، وإستيفاء الأجرة من حسيطة الإكتتاب فيها، وتصيح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك¹.
 وصور هذا النوع أن يقوم المصدر بإصدار صكوك إستثمار بغرض إستخدام حصيلتها في تقديم خدمة من مصدر موصوف في الذمة كجامعة أو مستشفى يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها؛ ثم تقوم الجهة المصدرة بعد الإكتتاب بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بثمن محدد.

ثانياً - الأطر الخاصة التي تحكم إصدار وتداول صكوك الإجارة:

بالإضافة إلى الأطر العامة التي تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك في شكلها العام ، هناك أطرا خاصة تحكم إصدار وتداول صكوك الإجارة على الوجه الخاص والتي لا بد من التقيد بها ، وحسب القرار الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة عشرة، والمنعقد بمسقط (سلطنة عُمان) من 14 إلى 19 محرم 1425هـ، الموافق لـ 6-11 مارس 2004م، فقد نص القرار على ما يلي: تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك (أو التسنيذ أو التوريق) الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع إستثماري يدر دخلاً والغرض من صكوك الإجارة: تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، وعلى ذلك عرفت بأنها سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان ومنافع ذات دخل².
 هذا من حيث الصيغة الشرعية التي لا بد أن تكون عليها صكوك الإجارة بأنواعها، أما من حيث الضوابط الشرعية التي تحكمها عند إصدارها وتداولها، فنحاول طرحها حسب كل نوع من أنواع صكوك الإجارة:

1- الأطر الخاصة لإصدار صكوك الإجارة وأنواعها

أ - صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وتتمثل أهم الضوابط الخاصة بإصدار صكوك ملكية الموجودات المؤجرة فيما يلي:

1- المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشتررون لها، وحسيطة الإكتتاب هو ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوخ بغنمها و غرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم، حيث يكون الإيجاب الذي تتضمنه نشرة الإصدار دعوة من المصدر (بصفته بائعاً) موجهة إلى جمهور المكتتبين (بصفتهم مشتررين) إلى الدخول معه في عقد بيع عين موجودة في ملكه عند الإصدار، مؤجرة أو موعود باستئجاره من البائع أو من غيره ، فإذا تم القبول إلى هذا الإيجاب من خلال الإكتتاب في الصكوك ودفع قيمتها انعقد البيع بين الموجب مصدر الصكوك، والمكتتبين فيها، ويستحقون غنم هذه العين، ومنه الأجرة ويتحملون غرمها وذلك بحسب نسبة ما اكتتب فيه من صكوك لأنها تصبح ملكية العين المباعة إلى حملة الصكوك.

2- يجب أن يتحدد في نشرة الإصدار لهذا النوع من الصكوك: مدة الإجارة فقد تصدر لآجال قصيرة أو طويلة أو متوسطة وقد تصدر دون تحديد أجل، طريقة تصفية الصكوك هل تكون دفعة واحدة في نهاية مدة الإجارة

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 33 . و أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 68، وص ص74-75، بتصرف

² للمزيد من التفاصيل راجع: قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامس عشر، القرار الثالث، مرجع سابق.

أو على دفعات أثناء هذه المدة، و كذلك مقدار الإجارة وطريقة الدفع، ونوع الإجارة هل هي تشغيلية أم تمويلية، وتفصيلاً لذلك:

- ✓ صكوك الأصول المؤجرة من نوع الإجارة التشغيلية تصدر عادة لآجال تناسب عمر الأصل الإقتصادي، فإذا انتهى عقد الإجارة، فإن مدير الإصدار يقوم بتأجيره مرة ثانية، ثم يبيع الأصل في نهاية الأجل المحدد فيه ويوزع على حملة الصكوك.
 - ✓ وصكوك الأصول المؤجرة من نوع الإجارة التمويلية المنتهية بالتمليك تتحدد آجالها بمدة الإجارة، وفي هذا النوع تنتهي الإجارة بتمليك الأصل للمستأجر على دفعات أو في نهاية مدة الإجارة، وتوزع الأجرة على حملة الصكوك في تاريخ استحقاقها في نهاية المشروع أو حسب ما تحدده.
- 3 - كما أنه لا بد أن تتضمن نشرة الإصدار جميع شروط عقد البيع والإيجار وأحكامها الأساسية، بالإضافة إلى شروط الإصدار الأخرى، والصفة الشرعية للمشاركين فيه، كمدير الإصدار، ومدير الإستثمار وأمينه ومتعهد التغطية ووكيل الدفع وغيرهم¹.

ب- صكوك ملكية المنافع: وتتمثل أهم الأطر الخاصة التي تحكم عملية إصدار صكوك ملكية المنافع فيما يلي:

1- صكوك ملكية الموجودات الموجودة: المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الإكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها، ويتحدد أجل الصكوك بمدة الإجارة الأصلية، ذلك أن العين المؤجرة لا يجوز إعادة تأجيرها لمدة تزيد عن مدة الإجارة الأولى.

2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة : المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكاتبون فيها مشتركون لها، حصيلة الإكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

وبالتالي يعتبر مصدر الصكوك هذه مؤجراً لأصل موصوف في الذمة، ويعتبر المكاتبون في هذه الصكوك مستأجرين لهذا الأصل ويكون هذا لمدة معلومة وبأجرة محددة ، حيث يستحق المستأجر، وهم مالكو الصكوك، منفعة الأصل الموصوف في الذمة من تاريخ توقيع العقد، ويلتزم المؤجر بتسليم المستأجر الأصل الذي تستوفي منه المنفعة في تاريخ نفاذ الإجارة، وتحسب الأجرة ابتداء من هذا التاريخ، وإن جاز تقديم دفعها قبل ذلك الاتفاق، إذ أنه لا يجوز تأخيرها عند المالكية والشافعية².

ج- صكوك الخدمات: تتمثل أهم الأطر الخاصة التي تحكم عملية إصدار هذا النوع من صكوك الإجارة، فيما يلي:

1 -إن المصدر لصكوك الخدمات هو البائع للخدمة، والمكاتبون فيها مشتركون لها وحصيلة الإكتتاب هي ثمن تلك الخدمة، وتترتب آثار صيغة إجارة الخدمات على هذه الصكوك بمجرد قفل باب الإكتتاب وتخصيصها فيما أصدر له، حيث يكون موضوع الإيجاب الذي تتضمنه نشرة إصدار الصكوك والقبول والصادر في شكل اكتتاب في هذه الصكوك ودفع قيمتها هو بيع خدمات الإنسان مثلاً:الخدمات الطبية والتعليمية والاستشارات، فيكون الموجب في هذه الحالة بائعاً أو مؤجراً لهذه الخدمات أو المنافع وكياً عن المؤجر، والمكاتب القابل للإيجاب مستأجراً لهذه الخدمات، ويكون القصد من هذا العقد هو قيام وكيل الإصدار مثلاً بنك إسلامي،

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 40-41، بتصرف

² حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 22-25، بتصرف

بصفته مدير الإصدار بإعادة تأجير هذه الخدمات بأجرة أعلى وتحقيق ربح، ثم توزيع الأجرة بين حملة الصكوك¹.

2 يجوز وفق القواعد المالية الإسلامية من بيع (إعادة تأجير) خدمات الإنسان التي ملكها البائع (المؤجر) بعقد إجارة الخدمات أعلى، ولا فرق في ذلك بين منافع الأعيان ومنافع الإنسان، ولا بين الإجارة الواردة على الأعيان والإجارة الواردة على عمل الإنسان في هذا الخصوص.

3 يستحق حملة صكوك الخدمات الأجرة من عقد الإجارة الثانية ويتمثل ربح حملة الصكوك في الفرق بين الأجرتين.

4 -تحدد مدة إعادة الإجارة في كل أنواع صكوك الإجارة بحسب مدة الإجارة الأولى.

5 -بالإضافة إلى التقيد بالأطر الخاصة لإصدار صكوك الإجارة بأنواعها ، فإنه لا بد من التقيد بالأطر العامة التي تحكم عملية إصدار الصكوك الإسلامية.

2 - الأطر الخاصة لتداول صكوك الإجارة وأنواعها :

أ -يجوز تداول الصكوك التي تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الموعود بإستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

ب -يجوز إسترداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق أو بالسعر الذي يترضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

ج- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

د- يجوز لمصدر الصك أن يسترد صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة من حاملها بعد التخصيص، ودفع ثمن الإكتتاب سواء كان بسعر السوق أو بالثمن الذي يترضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الإكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

هـ- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

و- يجوز إجراء إجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك وفق الضوابط السابقة، حيث أن هذه الصكوك تمثل حصة شائعة في أصل أو في منافع أصل، والأصول المالية ومنافعها أموال يجوز التصرف فيها بالبيع والرهن والهبة والتولية، فإن بيعت المنافع بإعادة تأجير الأصل المؤجر و أصبح عندئذ الصك يمثل الأجرة، وهي دين على المستأجر، كان تداوله والتصرف فيه خاضعاً لضوابط التصرف في الديون أي بالقيمة الإسمية مع قبض الثمن².

ز - بالإضافة إلى التقيد بهذه الأطر، ضرورة التقيد كذلك بالأطر العامة لتداول الصكوك الإسلامية.

¹ حسين حامد حسان، المرجع السابق، ص27

² حسين حامد حسان، المرجع السابق، صص40-41، بتصريف

رابعاً- الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة:

تعتبر صكوك الإجارة أكثر الصكوك رواجاً في الإصدار والتداول في الأسواق المالية، وتعد من أهم أساليب التمويل الإسلامية نظراً لما تتمتع به من مزايا إذا ما قورنت بكل من التمويل التقليدي وأشكال التمويل الإسلامية الأخرى كالمضاربة والمرابحة، وتكتسي أهميتها من:

- 1 - تمثل الإجارة القاسم المشترك بين المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية في التمويل، مما يفسح المجال أمامهما للتعاون¹.
- 2 - تعتبر أداة تمويل مناسبة لتمويل الأصول الثابتة، حيث يتم الاستفادة من منفعتها من خلال الإيجار دون تحمل نفقات الصيانة ومخاطر الملكية من هبوط الأسعار وما إلى ذلك.
- 3 - يمكن إستعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل مختلف المشاريع والنفقات الحكومية، فيمكن مثلاً تمويل مصنع للحصول على الأجهزة والآلات الضرورية فيه، أو تجهيزات متجر للمواد الغذائية، أو شاحنات لشركة مختصة في النقل، ويمكن إستخدام صكوك الإجارة بهدف تمويل أصول ثابتة لا يقصد الربح من إستعمالها كأن يتم إستخدامها في القطاع العمومي مثل إنجاز محاكم، ومراكز الأمن ومراكز البحث العلمي، أو في القطاع الخيري التربوي، كأن يتم تمويل الجمعيات الخيرية للحصول على سيارات إسعاف مثلاً².
- 4 - أن صكوك الإجارة تساهم بقدر كبير في تمويل إحتياجات الدولة، بإقامة المشروعات الكبيرة ذات المنفعة العامة، والتي لا ترغب الحكومة في إقامتها أساس الربح، لمصلحة عامة تراها، مثل تمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود، ومختلف مشروعات البنية التحتية، لتشكل بذلك بديلاً إسلامياً عن السندات التقليدية وسندات الخزينة، ويمكن أن تكون بديلاً عن سندات القروض السيادية خاصة التي تصدر بالعملة الأجنبية كالدولار واليورو ، حيث انه يمكن إصدار صكوك إجارة تحصل قيمتها بالعملة الأجنبية كأن يتم إصدار صكوك إجارة لآلات وأجهزة ومنشآت تدفع قيمتها بالعملة الأجنبية، لذلك فيمكن أن تكون صكوك الإجارة منافساً لأدوات الدين الأخرى التقليدية على المستوى الدولي، وخاصة إذا طرحت صكوك الإجارة للتداول في أسواق المال العالمية³.
- 5 - يمكن الاستفادة من صكوك إجارة الخدمات من خلال إستخدامها في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة، مثل: التعليم والصحة، والهاتف والنقل، كما يمكن اللجوء إليها في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية من خلال إصدار صكوك إجارة المنافع المنتهية بالتمليك للمستأجر⁴.
- 6 - أن صكوك الإجارة تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة، وذلك لحاجة الدولة لأوراق مالية تتسم بالثبات والاستقرار، فصكوك الإجارة تلبّي هذا الطلب لأن عوائدها الصافية قد تصل إلى درجة الاستقرار، فإذا كانت الدولة تصدر صكوك إجارة فإنها ستتمتع بنسبة عالية من الضمان والثقة، لذلك فإن هذه الصكوك يمكن أن تكون بديلاً عن سندات الخزينة في السياسة النقدية للبنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، فيشتري البنك المركزي صكوك الإجارة للحكومة من السوق إذا ما رغب في زيادة العرض النقدي، وبيعها إذا ما قرر تقليص العرض النقدي، وهذا ما يجعل صكوك الإجارة تتميز عن الأسهم لما لها من استقرار بدرجة تصل إلى الثبات.
- 7 - وتتمثل أهمية صكوك الإجارة بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها: يمكن أن تستعين بها في تعبئة الموارد المالية التي تحتاج إليها، فبإمكان البنك الإسلامي أن يصدر صكوك إجارة لأعيان، مقابل التمويل بالتأجير الذي يقوم به،

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص38

² أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها في النمو، مرجع سابق، ص130

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص38

⁴ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها في النمو، مرجع سابق، ص131

بهدف استرداد ما قدمه من تمويل، لإستعماله في تمويل مشروعات تمويلية أخرى، ونأخذ مثال على ذلك: أن يتعاقد بنك إسلامي على تمويل بالإجارة مع شركة للنقل البحري تحتاج إلى باخرة كلفة شرائها تقدر مثلاً بـ(130) مليون دولار، فيقوم البنك بشراء الباخرة ويمتلكها فعلاً، وذلك من خلال حسيطة الإكتتاب في الصكوك، الذي يقوم البنك بإصدارها، ثم بعد ذلك يسلمها لشركة النقل البحري على أساس الإجارة، ولمدة 15 سنة، بأجرة سنوية تقدر بمليون دولار توزع على حملة الصكوك بحسب حصة كل حامل صك من هذا المشروع، يضاف إليها قسط التأمين الإسلامي البالغ مائة ألف دولار، يدفعها المؤجر مباشرة إلى شركة التأمين الإسلامي، ويشمل التأمين جميع المخاطر التي تتعرض لها الباخرة من الصيانة الجوهرية غير المعلومة عند العقد، وكذا المخاطر التشغيلية، وكذا المخاطر التي لا علاقة للمؤجر بها.

كما أن المستأجر يتمكن من تحصيل منافعها (كلياً أو جزئياً)، حيث أن الباخرة تبقى ملكاً للبنك الإسلامي ويحصل على عائد إيجاري صافي على العملية التمويلية نسبته 9 بالمائة سنوياً، يتم توزيعها على حملة الصكوك في شكل عوائد دورية عن صكوكهم.

وعند انتهاء مدة عقد الإجارة والذي عادة ما ينتهي بالتمليك إلى المستأجر أو أن يتضمن وعداً بهبة الباخرة في آخر مدة الإجارة إلى المستأجر، وعليه عند إطفاء هذه الصكوك يكون حملة الصكوك قد تحصلوا على القيمة الإسمية لصكوكهم بالإضافة إلى العوائد الدورية الناتجة عن أجرة الباخرة التي تدفع سنوياً ولمدة 15 سنة¹.

المطلب الرابع: صكوك السلم

تقوم فكرة صكوك السلم أساساً على عقد السلم، ويقال له السلف، والسلم لغة أهل الحجاز، والسلف لغة أهل العراق². ويعرف السلم عند الفقهاء هو بيع أجل بعاجل³، أو هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، أو أنه عقد على موصوف في الذمة⁴.

بمعنى أن بيع السلم هو عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم إستلام السلعة لاحقاً بموعد معين متفق عليه بين الطرفين، أي أن الثمن يدفع عاجلاً والسلعة تسلم آجلاً⁵، حيث يجوز أن يكون الثمن نقوداً أو غيرها، ويشترط فيه تعجيل الثمن في مجلس العقد عند الجمهور، وعدم تأخيره أكثر من ثلاثة أيام عند المالكية، وأن يكون الأجل معلوماً إما تحديداً أو حسب العرف كالحصاد، والمقدار محددًا وزناً أو كيلاً أو عدداً أو ذراعاً، وأن يكون المسلم مما ينضبط بالصفات التي يختلف الثمن لاختلافها، وأن يكون مقدور التسليم عند الحلول⁶.

أولاً- تعريف صكوك السلم:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم بأنها: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك»⁷.
يؤخذ على هذا التعريف أنه لم يشير إلى إنتهاء الصفة الإستثمارية لصكوك السلم.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 37-39، بتصرف

² نقلًا عن: أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 80

³ موساوي زهية، حادي خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية، مرجع سابق، ص 52

⁴ فليح حسن، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 331

⁵ فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 26-27

⁶ فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 27

⁷ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الجهار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 239

وعليه نجاوول إعادة صيغة تعريف لصكوك السلم: هي أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلعة موصوفة يتم إستلامها في المستقبل، وتصبح السلعة ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، ويتم تصفية العملية التي تحددها نشرة الإصدار، إما عند تسليم وقبض السلعة، وإما من خلال إعادة بيع سلعة السلم بعد قبضها، وإما عند بيع سلعة بذات المواصفات بسلم مواز*، تسلّم بعد قبض سلعة السلم، وبهذا يتم إنهاء الصفة الإستثمارية لصكوك السلم وإطفائها.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك السلم:

عند إصدار وتداول صكوك السلم لايد من التقيد بالأطر العامة والخاصة، فالأطر العامة التي تحكم عملية التصكيك تم التطرق إليها، ونقتصر هنا على الأطر الخاصة بصكوك السلم، أهمها:

- 1- إذا كان المقصود من إصدار الصكوك هو توظيف حصيلة بيعها في تمويل شراء بضاعة السلم، كالقطن أو القمح أو الأرز أو الشاي أو السكر بكميات كبيرة، أو منتجات صناعية كالمصانع والآلات والمعدات، حيث يمثل الصك حصة في هذه البضاعة، وهي دين سلعي في ذمة المسلم إليه، أي البائع، فإن هذه الصكوك تسمى صكوك السلم، وعليه يكون موضوع الإصدار في هذه الحالة هو عقد صفقة السلم، كمليون قنطار من الطن أو أربعة ملايين طن من القمح أو مليون وحدة من نوع معين من الأجهزة مثلاً، بحيث تكون حصيلة إصدار الصكوك التي تصدر لتمويل هذه الصفقة ثمناً يدفع للمسلم إليه عند التعاقد على أن تقبض بضاعة السلم في أجل محدد أو على دفعات في آجال محددة، وذلك بقصد إعادة بيعها بربح¹.
- 2- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق عقد السلم على النحو الآتي:
 - المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، وهي سلعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها في أجل محدد، في مقابل ثمن حال يرفع عند التعاقد أو بعده بثلاثة أيام على الأكثر.
 - المكتتبون في الصكوك مشترون لسلعة السلم بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو بيع سلعة بنفس المواصفات بسلم مواز، تسلّم بعد قبض سلعة السلم.
 - حصيلة الإكتتاب في صكوك السلم هي ثمن سلعة السلم والذي يمثل رأس مال السلم.
 - تعتبر نشرة الإكتتاب (الإصدار) بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها²، وعلى هذا الأساس ينعقد السلم بين مصدر الورقة بصفته بائعاً لبضاعة السلم، والمكتتبين فيها بصفتهم مشتريين لها بطريق مباشر، مما يترتب على هذا العقد آثاره الشرعية من تملك البائع سلماً للثمن الذي يقبضه من حصيلة الصكوك عند التعاقد بعد إكتمال عملية الإكتتاب، والتزام البائع سلماً بتسليم سلعة السلم في الموعد المتفق عليه³، وفي المقابل يملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد⁴.

- 3- يتمثل دور المؤسسة المالية الوسيطة في ذلك تنظم الإصدار نيابة عن المصدر، ويقوم بصفته مديراً للإصدار بتنفيذ العقد نيابة عن حملة الصكوك مقابل أجر أو عملة، فيوقع هذا العقد مع المسلم إليه (المصدر) ويسلمه

* السلم الموازي: إذا اشترى شخص سلماً وكان الأجل بعد عام مثلاً، وبعد ثلاثة أشهر احتاج إلى الثمن، فإنه يستطيع أن يبيع سلماً مثل الدين الموصوف في الذمة، ويكون الأجل بعد تسعة أشهر، ويلاحظ أن البائع في السلم الثاني وهو المشتري في السلم الأول علاقته بالمشتري في السلم الثاني منفصلة تماماً عن علاقته بالبائع في السلم الأول، فالعقدان منفصلان، وعليه أن يتسلم المبيع (حالة السلم الأولى) في الموعد ثم يسلمه للمشتري (حالة السلم الثاني).

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 27-28

² أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها في التنمية، مرجع سابق، ص 84

³ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 27

⁴ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 68

حصيلة الإكتتاب في الصكوك باعتبارها هي ثمن السلم، ثم يتولى بيع سلعة السلم بعد قبضها، أو يسلمها للمشتري في السلم الموازي، ويقسم حصيلة البيع على حملة الصكوك كل حسب حصته، وقد تتولى هذه المؤسسة المالية الوسيطة مع ذلك بعض الوظائف حسب ما تنص عليه نشرة الإصدار والتي يجب أن تتضمن أيضاً شروط عقد السلم، وان تترتب على العقد جميع أحكامه من حقوق والتزامات بالنسبة لعاقديه، البائع سلباً ومالكي الصكوك المشترين لسلعة السلم¹.

4- يمثل الصك الصادر لتمويل صفقة سلم محددة حصة في بضاعة السلم، وهي دين سلعي في ذمة بائعه الذي يلتزم بتسليمه لمشتريه من إنتاجه أو من إنتاج غيره، وقد أجاز المالكية وبعض الفقهاء التصرف في دين السلم غير الطعام بسعر شرائه دون زيادة²، حيث أن السلم ليس مقصوداً على الزرع والثمر وفي المطعومات فقط ولكنه جائز في كل ما أمكن ضبطه بصفة³، ونظراً لطبيعته الخاصة بإعتباره ديناً سلبياً يختلف عن الدين النقدي الذي يخضع لضوابط التصرف في الديون، وبناءً على هذا الرأي فإنه يجوز تداول صكوك السلم بقيمتها الإسمية للبائع سلباً ولغيره بما يتم الإتفاق عليه وذلك بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وتوقيع عقد السلم مع البائع وتسليمه الثمن من حصيلة بيع الصكوك حتى تاريخ تصفية العملية (بيع سلعة السلم بعد قبضها، أو تسليمها للمشتري بعقد سلم موازي) وتوزيع حصيلة بيع بضاعة السلم بعد قبضها على حملة صكوك السلم⁴.

رابعاً- أهمية صكوك السلم: يعد السلم في عصرنا الحاضر أداة تمويل ذات كفاءة عالية في الإقتصاد الإسلامي عموماً وفي نشاطات المصارف الإسلامية خصوصاً، من حيث مرونتها وإستجابتها لحاجات التمويل المختلفة سواء أكان تمويلياً قصيراً أم متوسطاً أم طويل الأجل، وكذا استجابتها لحاجات ورغبات شرائح مختلفة ومتعددة من العملاء، سواء كانوا من المنتجين الزراعيين أم الصناعيين أم المقاولين أم من التجار، وإستجابتها لتمويل نفقات التشغيل والنفقات الرأسمالية الأخرى، ولهذا تكمن أهمية صكوك السلم في أهمية مجالات تطبيقها وأهداف إصدارها، وتتمثل فيما يلي:

1- تصلح صكوك السلم لتمويل عمليات زراعية مختلفة، حيث يمكن أن يتعامل البنك الإسلامي مع المزارعين الذين يتوقع أن توجد لديهم السلعة في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم التي يمكن أن يشتروها أو يسلموها إذا أخفقوا في التسليم من محاصيلهم، فيقدم لهم من هذا التمويل نفعاً بالغاً ويدفع عنهم مشقة العجز المالي عن تحقيق إنتاجهم.

2- يمكن إستخدام صكوك السلم في تمويل النشاط الزراعي و الصناعي، ولاسيما تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الرائجة، وذلك بشرائها سلباً وإعادة تسويقها بأسعار مجزية.

3- يمكن تطبيق صكوك السلم في تمويل الحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج في صور معدات وآلات أو مواد أولية كراس مال سلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.

4- يمكن إصدار صكوك السلم من خلال الدخول في عقود بيوع الأجل، خصوصاً فيما يتعلق بالمعادن والمنتجات الضرورية مثل: الأرز والقمح، كما يمكن إستخدامها في تمويل المشاريع البتروكيميائية من خلال إعطاء مبلغ تمويل كقيمة لمنهج تنتجه شركة ما على أساس أن يكون تسليم المنتج بعد فترة محددة.

¹ أسامة الجهورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص84، بتصرف

² حسرن حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص27

³ أحمد محيي الدين أحمد، التطبيقات المصرفية لصكوك الإستثمار، بحث مقدم لدورة "الصكوك"، 05-06/06/2008، الإسكندرية، مصر، ص16

⁴ حسرن حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص27، ص41، بتصرف

وتظهر كذلك أهمية صكوك السلم في تمويل المشاريع العقارية (كوححدات سكنية مثلاً) وبعد إستلام تلك الوحدات تتولى جهة الإصدار لصكوك السلم عرضها للبيع بالتقسيط، فيتحقق لها الربح من خلال الشراء بسعر مخفض من الشركة العقارية نتيجة لتقديم سداد المبلغ، وفي نفس الوقت يبيعها الممول بسعر أعلى لمن يرغب بشرائها بالتقسيط. كما تظهر أهميتها في إعتبار صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزانة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة، وذلك من خلال قيام الدولة ممثلة بالبنك المركزي مثلاً بإصدار صكوك سلم شهرية، حيث يقوم بموجبها البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم، بشراء أصول نطف مثلاً من الحكومة بصيغة السلم، حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلاً واستلام السلعة آجلاً¹.

المطلب الخامس: صكوك المربحة

إن أول من طرح فكرة صكوك المربحة هو سامي حسن أحمد حمود وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس عام 1984م، حيث قال: «وقد كان بيع المربحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الإستثمارية، بإعتبار أن بيع المربحة بعد أن يتم فيه تماماً معرفة الربح، وموعد تحقيقه ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باقٍ من أيام، وإذا كانت الديون في حد ذاتها لا تباع إلا مثلاً بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزءاً من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع»².

وقبل التطرق إلى تعريف صكوك المربحة، نحاول أولاً تعريف صيغة المربحة:

1 - تعريف المربحة:

تعرف صيغة البيع بالمربحة على أنها: إتفاق بين مشتري لسلع معينة وبائع لها وبمواصفات محددة على أساس تكلفة السلعة (ثمنها ومصاريفها)، إضافة إلى هامش ربح يتفق عليه المشتري والبائع، والسلعة قد يتم تسليمها في الحال أو في أجل معين، ودفع المقابل للسلعة أي الثمن قد يتم في الحال أو لاحقاً³.

ويشير باحثون ومختصون في عالم الصيرفة الإسلامية إلى أن مفهوم المربحة يعني اتفاقاً على التبايع بثمن يوازي رأس المال الأصلي أي سعر التكلفة زائداً الربح، بمقدار مقطوع محدد أو بنسبة مئوية معينة، ويجوز أن يكون الشراء بأمر موجه من طالب سلعة معينة، مقترن بوعده بشراء ما أمر به، بشرط نفاذ عقد البيع الأول الذي يثبت به التملك والقبض، ثم يتبعه نفاذ عقد البيع الثاني، الذي تنتقل به ملكية المبيع أخيراً للطرف الأمر بالشراء ، وهنا نستنتج أن للمربحة نوعان: عادية وللأمر بالشراء.

بيع المربحة العادية : فهي التعريف الذي تم إيراده سابقاً، فهي بيع يمثل الثمن الأول وزيادة ربح متفق عليه، وتتكون من طرفين هما: البائع والمشتري من غير وجود وعد سابق بشرائها، يتم عرضها بعد ذلك للبيع مربحة وريح يتفق عليه، وهي أحد عقود بيوع الأمانة المشروعة بلتفاق الفقهاء.

أما بيع المربحة للأمر بالشراء (أو بيع المربحة المقترنة بوعده) : فهو البيع الحاصل بناء على إبداء شخص رغبته بشراء سلعة بمواصفات معينة، مع وعد بالشراء، وقبول بدفع ربح معين، ويتكون من ثلاثة أطراف: البائع، والمشتري، والبنك المستثمر أو التاجر الذي يكون وسيطاً بين البائع الأول والمشتري، ولكن لا يقدم البنك على شراء السلعة إلا بعد إعلان

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 137-138

² سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المربحة للأمر بالشراء من الإستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، المجلد الثاني، حدة، المملكة العربية السعودية، 1988م، ص 754، ص 965.

³ فليح حسن، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 300

المشتري رغبته فيها، وإصدار وعد سابق بالشراء، ويقال للعميل الراغب بالشراء: الأمر بالشراء وأول من صرح بمشروعية هذا النوع هو الإمام الشافعي في كتابه الأم¹.

أولاً- تعريف صكوك المربحة: تعتبر صكوك المربحة أداة تمويل إسلامية رئيسية واسعة الانتشار تستخدمها البنوك وشركات التمويل والإستثمار الإسلامية.

- تعرف المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة صكوك المربحة بأنها: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك»².

- وقد عرفها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها «وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد إستخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتسب فيها البائعون لبضاعة المربحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المربحة»³.

- ونحاول إعادة صيغة تعريف صكوك المربحة على النحو التالي: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مربحة، بعد الإكتتاب فيها تصبح مملوكة لحملة الصكوك كلاً حسب حصته في هذه السلعة من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مربحة، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه السلعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين في ذمة المشتري مربحة بعد قبض المشتري للسلعة وحتى تاريخ السداد للثمن وتوزيعه على حملة الصكوك، وبهذا يتم تصفية وإطفاء صكوك المربحة.

وبناء على ما سبق نستنتج أن الهدف من إصدار صكوك المربحة هو تمويل عقد بيع سلعة مربحة لمعدات وأجهزة ومصانع وآلات، أو كمية من قطن أو قمح أو المعدن وغيرها، فيقوم المصدر لهذه الصكوك أو مؤسسة مالية وسيطة تنوب عنه بإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها لشراء سلعة مربحة لا يرغب في تمويلها من موارده العادية ثم يبيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق⁴، فقد يربح حملة الصكوك إذا كان الفارق موجباً، ويخسرون في حال كون العائد سالباً⁵.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المربحة: مع مراعاة الأطر العامة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بمختلف أشكالها، فإن للصكوك المربحة، أطر خاصة، نحاول ذكر أهمها، ومع مراعاة خصوصية أحكام بيع المربحة للأمر بالشراء فإن صكوك المربحة تكون محكومة بالأطر الخاصة التالية:

أ- يكون المقصود من إصدار صكوك المربحة هو تمويل عقد بيع سلعة مربحة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعها مع المشتري مربحة (بصفتها مدير إصدار) نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك سلعة المربحة وقبضها قبل بيعها مربحة، وهذه الصكوك تسمى صكوك مربحة، وقد تكون في السلع الإستراتيجية وبكميات كبيرة، كما يمكن أن تكون للسفن والطائرات وغيرها، مما لا ترغب المؤسسة المالية في تمويله من مواردها العادية⁶.

¹ مقال بعنوان: المربحة ماهيتها وتعريفها ووظيفتها في عملية التمويل، جريدة الرياض، متاح على الرابط، [http://alriyadh.com/2008/07/06/artical 356704.html](http://alriyadh.com/2008/07/06/artical%20356704.html)، تاريخ الإطلاع 2011/03/28

² المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 239

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس الشرعي العاشر المنعقد بالمدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، 2-7 ربيع الأول 1424هـ/3-8 ماي 2003م، ص 7

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 37

⁵ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 46

⁶ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 31

ب- المصدر لصكوك المرابحة قد يكون هو البائع لسلعة المرابحة، ويعين مدير استثمار للقيام بهذه العملية مقابل عمولة، المكتتبون فيها هم مشتررون لهذه السلعة، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة شراء السلعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، وتعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها ، أما في حالة صكوك بيع المرابحة للأمر بالشراء يكون مصدر الصكوك واعدأ بشراء بضاعة مرابحة، ومشترياً لها، والمكتتبون في الصكوك هم البائعون لهذه البضاعة، فإذا تم الاكتتاب ودفع المكتتبون قيمة الصكوك التي تمول عملية الشراء وما يتبعه من تكاليف التأمين والشحن والتفريغ وغيرها، فالمؤسسة المالية الوسيطة بصفته وكيل إصدار أن تقوم نيابة عن المكتتبين، اعتماداً على هذا الوعد الملزم، باستخدام حصيلة الاكتتاب في تملك البضاعة الموعود بشرائها وقبضها القبض الناقل للضمان، ثم تقوم بصفته وكيلاً عن مالكي صكوك المرابحة بتوقيع عقد المرابحة للواعد بالشراء، نيابة عن حملة الصكوك، ثم تتولى بعد ذلك تسليم البضاعة وتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة صكوك بيع المرابحة للأمر بالشراء. وللمؤسسة المالية الوسيطة أن تعيين مدير استثمار نيابة عن المنشئ ويحدد له أجراً للقيام بهذه العمليات حسبما تقرره نشرة الإصدار¹.

ج- تكون سلعة المرابحة في ملك وحيازة وكيل الإصدار بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه السلعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين نقدي في ذمة المشتري مرابحة بعد قبض المشتري للسلعة وحتى تاريخ سدادها للثمن وتصفية المعاملة وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة له، ويمكن توزيع حصة من الربح على حاملي الصكوك عند قبض كل دفعة أو قسط.

د- يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء سلعة المرابحة ودفع مصاريفها نقداً و ثمن بيعها للمشتري مرابحة والذي يسدده بعد أجل أو على أقساط مؤجلة.

هـ- تعتبر هذه الصكوك قابلة للتداول في الجملة بعد قفل باب الإكتتاب واستخدام حصيلة الصكوك في شراء السلعة الموعود بشرائها وقبضها وحتى لحظة تسليمها لمشتريها مرابحة، حيث تراعي ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في ذمة الغير وذلك بعد تسليم سلعة المرابحة للمشتري لأنها تمثل ديناً عندئذ.

و- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري لأنها تمثل ديناً عندئذ².

ثالثاً- أهمية صكوك المرابحة: تتمثل أهمية صكوك المرابحة فيما يلي:

- 1- تعتبر هذه الأداة قادرة على توفير التمويل الذي هو من أهم مقومات التنمية الاقتصادية لأفراد المجتمع والحكومات، الأمر الذي تنعدم الحاجة للجوء إلى التمويل بسعر الفائدة الذي وقف حجر عثرة في الوقت الراهن أمام التنمية الاقتصادية الإسلامية،
- 2- بإمكان هذه الصيغة الشرعية تمويل متطلبات التنمية كالأدوات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة ومدخلاتها من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج واستيعاب كافة الاحتياجات التنموية إذ أنها ليست لها حدود إلا ما تقف عنده إمكانيات الممول المالية فسواء كانت السلعة صغيرة أم كبيرة يمكن تمويلها عن طريق إصدار صكوك المرابحة فالفائدة تعود على الأمر بالشراء إذ تمكنه من الحصول على السلعة التي يرغب في شرائها وقد لا يتوفر لديه رأس

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص16 وصص30-31. يتصرف

² فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق)، مرجع سابق، ص28، يتصرف

المال اللازم لتمويلها على أن يسدد ثمنها أقساطاً، وهي بهذا أتاحت الفرصة للمنتجين-لا سيما صغارهم- من إمتلاك الآلات الإنتاجية التي تمكنهم من مزاوله نشاطهم الإقتصادي الأمر الذي يسهم في زيادة وتنمية القاعدة الإنتاجية.

3- يمكن لصكوك المربحة أن تسهل على الدولة تمويل بنود الميزانية المتعلقة بشراء السلع والمستلزمات والمعدات ووسائل النقل عن طريق المربحة مع البنوك الإسلامية.

4- يمكن تحويل عقود المربحات إلى صكوك ذات إستحقاقات متتالية، بحيث تخدم هذه السيولة لدى مشتريها (وإن كانت صكوك المربحة وديونها غير قابلة للتداول بغير قيمتها الإسمية)، لأنها تدخل عندئذ ضمن مسألة بيع الديون¹.

المطلب السادس: صكوك الإستصناع

تعريف الإستصناع: هو عقد بيع في الذمة موصوف، تظهر فيه صناعة البائع على وجه مخصوص²، أي بمعنى أن يطلب شخص من آخر صناعة شيء ما له على أن تكون المواد من عند الصانع لقاء ثمن محدد.

وعقد الإستصناع هو طلب شيء ما بأوصاف معينة وبثمن معلوم، ويجب وصف الشيء المطلوب صنعه بدقة وتحديد مقاساته ومادته الخام...الخ.

ويعتبر الإستصناع المصرفي: هو توسط البنك لتمويل صناعة سلعة أو إنشاء أصل معين يطلبه العميل بمواصفات محددة³.

بناء على ما جاء في تعريف صيغة الإستصناع فإننا نحاول التعرف على صكوك الإستصناع، فيما يلي:

أولاً- تعريف صكوك الإستصناع: لصكوك الإستصناع عدة تعاريف منها

- عرفها بعض علماء الإقتصاد بأنها: صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثنم البيع⁴.

- وعرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية معيارها الشرعي رقم 17 بأنها: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك»⁵.

- وفي تعريف أكثر تفصيلاً لصكوك الإستصناع في المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، عرفها على أنها: «هي وثائق يصدرها المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لإستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الإستفادة من الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثنم بيعها بإعتباره ربحاً لمالكي الصكوك، وقد تستخدم حصيلة الإكتتاب في الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في إستصناع مواز بتكلفة أقل والإستفادة من فرق الثمنين بإعتباره ربحاً لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الإستصناع بعد قبضه، وقد توزع على شكل أقساط عند كل دفعة من الثمن يتم قبضها»⁶.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، صص 135-136

² عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، مرجع سابق، ص 10

³ إسلامي أف آن، الإستصناع، مقال متاح على <http://islamifn.com/maaeer/istisna.htm>، تاريخ الإطلاع: 2011/03/02

⁴ نقلاً عن: جمعة علي محمد، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، ط1، مكتبة الكعبان، الرياض، 2000م، ص 356

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 239

⁶ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس الشرعي العاشر، مرجع سابق، ص 6

وزحاول إعادة صياغة تعريف صكوك الإستصناع على أنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب في تصنيع عين، وهي بذلك تمثل حصة شائعة في العين المصنعة والموصوفة في الذمة وقد تكون هذه الصكوك مضمونة بموجودات تتمثل في مواد التصنيع في مراحل التصنيع المختلفة، ثم بالعين المصنعة نفسها بعد صنعها وقبل تسليمها، ثم حصة في ثمن العين المصنعة بعد تسليمها للمشتري (المستصنع) بثمن مؤجل، وبعد استيفاء ثمن الإستصناع وتوزيعه على حملة الصكوك يتم إطفاء وإنهاء الصفة الإستثمارية لهذه الصكوك.

2- أنواع صكوك الإستصناع: يرى الباحث موسى بلا محمود أنه يمكن تقسيم صكوك الإستصناع بإعتبارات مختلفة كما تم تقسيم غيرها من الصكوك الإستثمارية الإسلامية الأخرى، حيث يمكن تقسيمها حسب جهة الإصدار ومستوى الإصدار وكذا آجال الإصدار، ورزى أنه يمكن تطبيق نفس الإعتبارات في تقسيم صكوك السلم والمرابحة والتي اعتمد عليها الباحث محمود في تقسيم صكوك الإستصناع، وتنقسم صكوك الإستصناع من حيث جهة الإصدار إلى:

- صكوك الإستصناع الحكومية: وهي صكوك إستصناع تصدرها الحكومة أو من يقوم مقامها

- صكوك الإستصناع الأهلية (الخاصة): وهي صكوك إستصناع يتم إصدارها من قبل هيئات أو مؤسسات

خاصة غير عمومية مثل الأفراد والشركات والبنوك والمؤسسات المالية الخاصة وغيرها.

و من حيث مستوى الإصدار تنقسم إلى:

- صكوك الإستصناع المحلية: وهي صكوك إستصناع يتم إصدارها على المستوى المحلي، ويكون الإكتتاب

والتداول في حدود الدولة المصدرة لها.

-صكوك الإستصناع الدولية: وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها على المستوى الدولي، ويكون

الإكتتاب والتداول فيها دولياً وعالمياً

أما من حيث الأجل تنقسم إلى:

- صكوك الإستصناع قصيرة الأجل: وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها ويتم إستخدام حصيلتها في

مشروع متوسط الأجل، وعادة ما تتراوح مدته من سنة واحدة إلى خمس سنوات.

- صكوك الإستصناع طويلة الأجل: وهي صكوك إستصناع يتم إصدارها وإستخدام حصيلتها في مشروع طويل

الأجل، مدته خمس سنوات فأكثر¹.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك الإستصناع: تخضع عملية إصدار وتداول صكوك الإستصناع لضوابط وأحكام

خاصة، إضافة إلى ضرورة التقيد بالضوابط الشرعية العامة التي تحكم عملية التصكيك، نذكر أهمها:

1 إذا كان المقصود من إصدار الصكوك هو توظيف حصيلة هذه الصكوك في تمويل تصنيع أصل، كطائرة أو

باخرة أو محطة توليد الكهرباء وتحلية المياه أو مصنع لتكرير البترول وغيرها من المشاريع الضخمة، أو دفع ثمن

الإستصناع الموازي لهذا الأصل أو ذلك المشروع، ثم تسليمه للمستصنع، فإن هذه الصكوك تسمى صكوك

الإستصناع.

2 تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، والتي تتضمن عرضاً من مصدر الصك سواء كانت حكومية

أو شركة أو مؤسسة فردية بصفتها مستصنعاً، أو من وكيله كمؤسسة مالية إسلامية موجهة إلى جمهور المكتتبين

أو إلى فئة محددة منهم، يعرض عليهم في تمويل شراء أصل مصنع من قبلهم، كسفينة وتشبيد مطار أو مصانع

وغيرها، بحيث تستخدم حصيلة الصكوك في تمويل تصنيع هذا الأصل، بشراء المواد اللازمة لذلك ودفع أجور

العمال وغير ذلك من تكاليف الصناعة، فإذا تم قبول هذا العرض بالإكتتاب في الصكوك ودفع قيمتها انعقد

¹ موسى بلا محمود، صكوك الاستصناع، مرجع سابق، ص 5-6

الإستصناع بين مصدر الصك بصفته مستصنعاً، أو المؤسسة المالية التي تنظم الإصدار نيابة عنه، وبين المكتتبين في الصكوك بصفتهم صانعين¹ وعليه فإن:

أ- مصدر الصكوك قد يكون مشترياً لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة في الذمة يلتزم بائعها بتحصيلها أو بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معين، بمقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده، في أجل محدد.

ب- المكتتبون في هذه الصكوك هم البائعون لهذه العين بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن تصنيعها في إستصناع مواز و بين ثمن الإستصناع.

ج- حصيلة الإكتتاب في هذه الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الإستصناع الموازي لها².

د- لا بد أن تتضمن نشرة الإصدار تعيين المصدر لوكيل عنه ينظم عملية الإصدار وفي نفس الوقت مديراً وأمين إستثمار نيابة عن حملة الصكوك، قد يكون بنك إسلامي مثلاً يتولى القيام بتلك المهام ، بتلقي حصيلة الإكتتاب وإستخدام هذه الحصيلة في تصنيع الأصل مباشرة، أو عن طريق عقد إستصناع مواز مع صانع آخر يقوم بتصنيع أصل بنفس المواصفات، بثمن أقل من الثمن الذي سيبيع به الأصل المصنع للمستصنع (مصدر الصكوك) ، ثم يقوم البنك بصفته مدير إصدار بعد تسلم العين المصنعة من المقاوله بالباطن، بتسليمها للمستصنع أي المشتري وإستيفاء ثمن الإستصناع منه في المواعيد المتفق عليها، ثم يتولى توزيعه على حملة صكوك الإستصناع، وكما يجب أن تتضمن نشرة إصدار صكوك الإستصناع جميع شروط عقد الإستصناع، وأهم أحكامه وما يترتب عليه من حقوق والتزامات في حق عاقيه، الصانع وهم حملة الصكوك، والمستصنع وهو مصدر الصك؛ وأن تتضمن نشرة الإصدار بالإضافة إلى شروط عقد الإستصناع أحكامه الجوهرية، تعيين وكيل ومديراً للإصدار وقيامه أو تفويضه بتعيين مدير لإستثمار حصيلة صكوك الإستصناع في تصنيع العين المبيعة إستصناعاً نيابة عن المكتتبين الملتزمين بتصنيع هذه العين بالإضافة إلى تعيين باقي الأطراف المتعاقدة والمتعاملة في عملية إصدار صكوك الإستصناع³.

3 يستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنعة، ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن الإستصناع الموازي، و ثمن الإستصناع.

4 تتحدد آجال صكوك الإستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة إستصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك⁴.

5 يرى حسين حامد حسان تخريجاً على مذهب الإمام مالك وبعض الفقهاء في السلم، أنه يجوز تداول صكوك الإستصناع، لأن الإستصناع عندهم سلم في الصناعات، وذلك للصانع بقيمتها الإسمية ولغيره بما يتم الإتفاق عليه⁵. على أساس أن صك الإستصناع يمثل بعد قفل باب الإكتتاب وبدء تصنيع الأصل حصة شائعة في العين الموصوفة في الذمة وقد تكون مضمونة بموجودات تتمثل في مواد التصنيع في مراحل التصنيع المختلفة، ثم بالعين المصنعة نفسها بعد صنعها وقبل تسليمها للمستصنع، فيخضع تداوله لحكم الأعيان الموصوفة في الذمة، ثم يمثل حصة في ثمن العين المصنعة بعد تسليمها لمشتريها بثمن مؤجل، فيخضع في هذه الحالة الأخيرة

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 29

² أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 87

³ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 29

⁴ محسن فؤاد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 28

⁵ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص ص 41-42

لضوابط التصرف في الديون النقدية¹، وعليه يجوز تداول صكوك الإستصناع دون قيود إذا كانت الصكوك تمثل حصة شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط خاص يقوم بعمليات إستصناع متتابعة إذا اختلطت فيها أصول عينة ومنافع بنقود²، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في إستصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون، حيث إن الصك يمثل حينئذ الثمن في ذمة المستصنع، وهو دين نقدي³،

6- إن إطفاء صكوك الإستصناع يراد به استرداد قيمتها في وقت الإستحقاق بإحدى الطريقتين وهي: إما عن طريق الدفع الدوري السنوي، وإما عن طريق الدفع لحملة الصكوك مرة واحدة عند إطفاء صكوك الإستصناع، وإن إطفاء الصكوك عموماً لا يخلو من من أن يكون بالقيمة الإسمية أو بالقيمة السوقية⁴.

ثالثاً- الأهمية الاقتصادية لصكوك الإستصناع: يمكن تطبيق صكوك الإستصناع في نفس مجالات تطبيق صكوك السلم، هذا يساير وجهات النظر التي ترى من أن الإستصناع ما هو إلا أحد أنواع السلم في الصناعات.

المطلب السابع: صكوك الوكالة بالإستثمار

قبل التطرق إلى مفهوم صكوك الوكالة، لا بد أولاً من التعريف بالوكالة ومشروعيتها.

الوكالة في اللغة: بكسر الواو وفتحها وفتح الكاف ممدودة: إسم من التوكيل بمعنى التفويض ويقال وكل أمره إلى فلان: أي فوضه إليه واكتفى.

والوكالة شرعاً: هي تفويض التصريف إلى الغير، أن يقيم إنسان أحداً غيره مقام نفسه، في تصرف شرعي، معلوم، مورث لحكم شرعي⁵.

وتصح الوكالة بأجر، وبغير أجر، لأن النبي صلى الله عليه وسلم كان يبعث عماله لقبض الصدقات، ويجعل لهم عمولة⁶، عمولة⁶، فإذا تمت الوكالة بأجر لزم العقد، ويكون للوكيل حكم الأجير، أي أنه يلزم الوكيل بتنفيذ العمل ويمكن أن يكون بغير أجر على سبيل التعاون في الخير، وهذا النوع يلزم فيه المضي في العمل، بل للوكيل التخلي عنه في أي وقت، وهذا مذهب الحنفية والمالكية والحنابلة⁷، وقال الشافعية: الوكالة ولو جعل جائزة أي غير لازمة من الجانبين⁸.

هذا من حيث مفهوم الوكالة ومشروعيتها، وفيما يأتي نحاول معالجة مفهوم صكوك الوكالة بالإستثمار.

أولاً- تعريف صكوك الوكالة بالإستثمار وأنواعها

1- تعريف صكوك الوكالة بالإستثمار:

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية و الإسلامية في معيارها الشرعي رقم 17: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 29-30

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 65

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 99

⁴ موسى بلا محمود، صكوك الاستصناع، مرجع سابق، ص 15

⁵ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الإقتصادية، مرجع سابق، ص 228

⁶ أحمد بن علي حجر أبو الفضل، تلخيص الحبير في أحاديث الرافي الكبير، تحقيق السيد عبد الله هاشم اليماني المدني، ج 2، المدينة المنورة، 1384هـ-1964م، ص 109، نقلا عن: أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 63.

⁷ ابن قدامة، المغني، ج 5، ص 71، ومحمد بن أحمد جزى الكلبي الغرناطي، القوانين الفقهية، ج 1، ص 216، نقلا عن: أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 63

⁸ شمس الدين محمد بن أبي العباس أحمد بن حمزة ابن شهاب الدين الرملي الشهير بالشافعي الصغير، نهاية المحتاج إلى شرح المنهاج، دار الفكر، بيروت لبنان، 1404هـ-1984م، ج 5، ص 52. ونقلا عن: أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 63

أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها¹.

وفي تعريف آخر أكثر تفصيلاً لصكوك الوكالة، عرفها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، على أنها: « وثائق متساوية القيمة يصدرها فرد أو شركة بقصد إستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكياً بأجر مقطوع، أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتتب المولكون في هذه الصكوك بقصد إستثمار الصكوك والحصول على الربح، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الإستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها². »
وروى أن صكوك الوكالة قريبة (من حيث إدارة المشروع) من المضارب في صكوك المضاربة وكذا صكوك المشاركة التي يدير مشروعها أحد الشركاء أو شخص خارجي، ويكمن الإختلاف في الأجر الذي يتقاضاه من يتولى إدارة المشروع في صكوك المشاركة.

2- أنواع صكوك الوكالة: حسب حدود إطلاعنا فيما يتعلق بصكوك الوكالة، فإن العلماء والباحثين لم يتطرقوا لبيان أقسام صكوك الوكالة، ولكن بعد الدراسة تبين أنه يمكن تقسيمها لعدة إعتبرات، منها تقسيم صكوك الوكالة بإعتبار الجهة التي تدير المشروع بالوكالة عن حملة الصكوك، وعلى هذا الأساس هناك نوعان لصكوك الوكالة، و نحاول أن نقترح تسمية لكل نوع من الأنواع:

أ- النوع الأول: صكوك وكالة بالإستثمار المباشرة

وهي صكوك يصدرها المصدر بالأصالة عن نفسه أي أن المصدر هو الوكيل المستثمر لحصيلة الإكتتاب في صكوك الوكالة، وله الحق في التصرف الإستثماري وإدارة المشروع مقابل أجر مقطوع ومحدد أو نسبة من رأس المال المستثمر يتم تحديدها في نشرة الإصدار.

ب- النوع الثاني: صكوك وكالة بالإستثمار الموازية

وهي صكوك وكالة يصدرها المصدر نيابة عن يقوم بإدارة المشروع الإستثماري، حيث تصبح الجهة المصدرة موكل بالإستثمار بعدما كانت وكيل للإستثمار عند طرحها لصكوك الوكالة أول مرة، وعند عقدها عقد وكالة موازية مع جهة أخرى تتولى إدارة المشروع نيابة (بالوكالة) عن الجهة المصدرة لصكوك الوكالة وحملة الصكوك لقاء أجر مقطوع ومحدد في نشرة الإصدار، ويصبح بذلك حملة الصكوك والجهة المصدرة للصكوك موكلون، والجهة التي تقوم بإدارة المشروع وكيل إستثمار.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك الوكالة:

بالإضافة إلى الأطر العامة التي تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية فهناك أطر خاصة تحكم عملية إصدار وتداول صكوك الوكالة، أهمها

1 قد تصدر صكوك الإستثمار حصيلتها بواسطة وكيل مقابل أجر محدد أو نسبة من المال المستثمر، وتحدد نشرة الإصدار جميع شروط وأحكام عقد الوكالة الأساسية وسلطات الوكيل وواجباته، وأجرة الوكالة، كما يجب أن تحدد النشرة صفة مصدر النشرة، من حيث كونه يصدرها بالأصالة عن نفسه، بإعتباره هو الوكيل المستثمر لحصيلتها، أو أنه يصدرها نيابة عن يقوم بهذا الإستثمار³.

2- وطبيعة العلاقة بين الأطراف المتعاقدة في صكوك الوكالة بالإستثمار كالاتي:

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 45

² نقلا عن: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المجلس الشرعي العاشر، مرجع سابق، ص 8

³ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 6

- المصدر لتلك الصكوك هو الجهة الراغبة في استثمار حصيلة بيعها بصفقتها وكيلاً في الإستثمار مقابل أجر محدد.
- المكتتبون في الصكوك هم موكلون، يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الربح، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.
- حصيلة الإكتتاب هي المال المستثمر بطريق الوكالة أي المبلغ الموكل في استثماره¹.
- 3- قد تتضمن نشرة إصدار الصك عرضاً من مصدر الصك للجمهور أو فئة خاصة من الناس، كالبنوك والمؤسسات المالية، لإستثمار حصيلة الصكوك بصفته وكيلاً بأجرة محددة، في عملية إستثمارية محددة أو في مشروع معين أو نشاط خاص أو مجموع الأنشطة التي يختارها الوكيل حسب المصلحة، فإذا قبل من وجه إليهم هذا العرض واكتتبوا في الصكوك الصادرة لتمويل هذه العملية أو ذلك المشروع أو النشاط انعقدت وكالة في الإستثمار بين مصدر الصك، بصفته وكيل استثمار، والمكتتبين فيه، بصفتهم موكلين، وترتبت على هذه الوكالة آثارها الشرعية حسب شروط الوكالة وأحكامها الشرعية التي تحددها نشرة الإصدار ودراسة الجدوى المعتمدة عليها، وأهم هذه الأحكام هو تحديد أجر الوكيل بمبلغ مقطوع أو نسبة من المال المستثمر، وتحديد مجال عمله وحدود سلطاته (يجب أن تبين حدود سلطات الوكيل وصلاحياته بدقة، حيث إن الوكيل يضمن إذا تعدى حدود الوكالة والقاعدة، أن الموكل يملك التدخل في الإدارة، وله حق اعتماد بعض قرارات الوكيل)، وبعد الإكتتاب في هذه الصكوك قبلاً للأجر الذي يعرضه الوكيل، والشريعة الإسلامية تجيز أن يكون الوكيل في الإستثمار واحد، والموكلون فيه عدداً كبيراً، ويمثل الصك في هذه الحالة حصة شائعة في صافي أصول العملية أو المشروع أو النشاط، الذي يفتح له الوكيل حساباً مستقلاً عن حساباته الأخرى².
- 4- يجوز تداول صكوك الوكالة في الإستثمار بعد قفل باب الإكتتاب، وتخصيص الصكوك وبدء استثمار رأس المال بما لا يقل عن 10 بالمائة، وحتى نهاية أجل الصكوك وهو تاريخ التصفية، طالما اشتملت موجودات المشاركة على أعيان ومنافع مع الديون والنقود إن قلت الأعيان والمنافع، ما دام النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك ليس مقصوداً به النقود أو الديون³.

رابعاً- الأهمية الاقتصادية لصكوك الوكالة:

تعتبر صكوك الوكالة بالإستثمار قريبة من صكوك المشاركة، فالإختلاف يكمن في طريقة تحديد الأجر، ففي صكوك الوكالة تعتبر الأجرة مقطوعة ومحددة أو نسبة من رأس المال المستثمر بالنسبة للوكيل الذي يدير المشروع، وعليه فإن أجرة الوكيل ليست مرتبطة بربح أو خسارة المشروع، فهو يستحق أجرته حتى ولو خسر المشروع، أما صكوك المشاركة فأجر من يتولى إدارة المشروع هو نسبة من الربح المحقق من المشروع الإستثماري، وفي حالة خسارة المشروع ليس له أجر إدارته للمشروع نتيجة خسارة المشروع الإستثماري، وعلى هذا الأساس نرى أن صكوك الوكالة بالإستثمار لها نفس الأهمية الاقتصادية لصكوك المشاركة.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص64

² حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص35-36

³ حسين حامد حسان، المرجع السابق، ص43

المطلب الثامن: صكوك المزارعة

تعريف المزارعة: «هي عبارة عن دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو مزروع لمن يعمل عليه، ويلزم العامل ما فيه صلاح الثمرة والزرع وزيادتها من السقي والاستسقاء والحرث والآلة... الخ»¹.

أولاً: تعريف صكوك المزارعة

عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المزارعة بأنها «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد»².

وفي تعريف أكثر تفصيلاً للمجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة الشرعية واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، وبعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزارعين لهذه الأرض بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض، وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها، وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور سماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع ومدة الزراعة التي تحدد على أساسها مدة الصكوك المزارعة ليتم إطفاءها واسترداد قيمتها³.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المزارعة:

لصكوك المزارعة أطر خاصة لتداولها وإصدارها، إضافة إلى الأطر العامة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية والتي لا بد من التقيد بها، أهم هذه الأطر الخاصة، ما يلي:

1- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها ، مصدر هذه الصكوك قد يكون هو الجهة المالكة لمساحة من الأرض الصالحة للزراعة التي ترغب في الحصول على التمويل لزراعتها، والمكتتبون فيها هم المزارعون لهذه الأرض بأموالهم في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم) بقصد الحصول على حصة من المحصول أو الناتج، وتمثل حصيلة الإكتتاب تكاليف زراعة الأرض أي العمل.

2- قد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل)، فرداً أو شركة زراعية متخصصة في المشروعات الزراعية، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المنفق عليها مما تنتجه الأرض.

3- تتولى مؤسسة مالية وسيطة والمتمثلة في وكيل الإصدار بتنظيم إصدار صكوك المزارعة، وقد تكون هي مديراً للإصدار والإستثمار، وقد تتولى مع ذلك بعض الوظائف الأخرى على النحو الذي تشرحه نشرة الإصدار.

4- وقد يكون مصدر الصك (منشئ) شركة زراعية تقدم مدخلات الزراعة من البذور والشتلات الزراعية والعمالة المدربة، وتطلب من المكتتبين شراء ما تصدره من صكوك لتمويل شراء مساحات كبيرة من الأرض وإستصلاحها وتخصيصها، فإذا تم قبول هذا الإيجاب وأكتتب الناس في هذه الصكوك انعقدت مزارعة بين مصدر الصك، بصفته مزارعاً بما له، وبين جماعة المكتتبين فيه، بصفتهم ملاك الأرض والمزارع، وتقوم المؤسسة المالية الوسيطة والمتمثلة عادة في الشركة ذات الغرض الخاص SPV بإعتبارها وكيلا للإصدار بتنظيم إصدار هذه

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، المرجع السابق، ص91

² المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المقياس رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص239

³ نقلا عن: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المجلس الشرعي العاشر، ص8، بتصرف

الصكوك نيابة عن مصدر الصكوك، كما يجوز أن تكون مدير إصدار يتولى إدارة هذه العملية نيابة عن حملة الصكوك من بدايتها إلى نهايتها، وقد تتولى مع ذلك وظائف أخرى حسبما تقرره نشرة إصدار صكوك المزارعة مقابل أجره تحددها نشرة الإصدار¹.

5- يجوز تداول صكوك المزارعة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص حصيلة الإكتتاب للصرف على المشروع، وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع، ويكون التداول في كلتا الحالتين حتى تصفية هذه العملية بنضج الثمر وقسمته، أو بيعه وقسمة ثمنه، وبهذا يتم إطفاء الصكوك الزراعية².

المطلب التاسع: صكوك المساقاة

المساقاة هي دفع الشجر إلى من يصلحه بتنظيف السواقي والسقي والحراسة وغيرها، بجزء شائع من ثمره، أي ما يتولد منه، رطبة كانت أو غيرها³.

وصيغة المساقاة: هي عبارة عن ذلك النوع من الشركات التي تقوم على أساس بذل الجهد من العامل في رعاية الأشجار المثمرة وتعهدها بالسقي والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الأثمار بينهما بحصة نسبية⁴.

أولاً- تعريف صكوك المساقاة:

صكوك المساقاة هي: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإتفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد»⁵.

وفي تعريف أكثر تفصيلاً، تعرف صكوك المساقاة على أنها: وثائق متساوية القيمة قابلة للتداول يصدرها مالكو أشجار مثمرة لإستخدام حصيلتها في الصرف على هذه الأشجار ورعايتها بالري والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقى، حيث تمول حصيلة الصكوك هذه الأنشطة، ويستحق حاملوها الحصة المنفق عليها من المحصول، وتمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وبدء الإستثمار وإستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية الشجر والمدخلات الرزراعية كالسماد والمبيدات، وكذلك ما يظهر على الشجر من فواكه منذ خروجها حتى جنيها⁶.

ثانياً- الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المساقاة: عند التقيد بالضوابط الشرعية العامة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، فإنه لا بد بالإضافة إلى ذلك التقيد بالاطر الخاصة التي تحكم عملية إصدار وتداول صكوك المساقاة.

1. تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها.
2. المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالك أو مالك منفعة مساحات واسعة من أشجار مثمرة)، يرغب في تمويل رعاية هذه الأشجار، من السقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات الزراعية وغير ذلك مما يحتاج إليه الشجر، والمكتتبون في الصكوك هم المساقون في عقد المساقاة يتولون رعاية بساتين الشجر بأموالهم وإقتسام محصول الثمار حسب الإتفاق الذي تمثله نشرة الإصدار.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص92. وحسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص36-37، بتصرف

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص100. وحسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص38-39، بتصرف

³ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، المرجع السابق، ص531

⁴ سليمان ناصر، تطوي صيغ التمويل، مرجع سابق، ص97

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص239

⁶ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس الشرعي العاشر، ص8، بتصرف

3. تمثل حصيلة الإكتتاب تكاليف العناية بالشجر¹.
4. قد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة إكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض².
5. تقوم المؤسسة المالية الوسيطة والممثلة في وكيل الإصدار (عادة ما تكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV) بإعلان نشرة إصدار صكوك المساقاة، والتي تمثل إيجاباً من جانب مالك الأشجار، تتحدد فيها جميع عناصر وشروط وأحكام عقد المساقاة، وذلك لإستخدام حصيلة بيعها في تمويل هذا النشاط.
6. فإذا تم الإكتتاب في هذه الصكوك انعقدت مساقاة شرعية بين مصدر الصك وبين المكتتبين فيه وترتبت عليها آثارها الشرعية من حقوق وواجبات بين مصدر الصك مالك الشجر، والمكتتبين فيه يمثلون المساقى، حيث تقوم المؤسسة المالية الوسيطة بإدارة هذه العملية من بدايتها إلى نهايتها، بصفتها مدير إصدار نيابة عن حملة الصكوك ومنظم عملية الإصدار نيابة عن مصدر الصكوك، وذلك كله مقابل أجرة محددة، ولمدير الإصدار أن يتعاقد مع شركات زراعية أو أفراد للقيام بالأعمال اللازمة لرعاية الشجر بصفتهم (مدير استثمار) مقابل أجور تدفع لهم من حصيلة الإكتتاب، ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار المهام الأخرى التي قد تتولاها المؤسسة المالية الوسيطة، وكذا طريقة توزيع الناتج من الثمار بين حملة الصكوك ومصدرها.
7. تمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص حصيلتها للصرف على المحصول، حصة شائعة في المحصول، ذلك أن لحملة الصكوك حق في الحصة المتفق عليها منه، لذا فإن هذه الصكوك يمكن تداولها بعد قفل باب الإكتتاب وبدء الصرف على الشجر إذا كان حملة الصكوك هم أصحاب الأرض، أما إذا كانوا ملتزمين بالسقي فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الثمر. ويمكن تداول صكوك المساقاة إلى غاية تصفية هذه العملية بنضج الثمر وقسمته، أو بيعه وقسمة ثمنه³.

المطلب العاشر: صكوك المغارسة

- المغارسة: عقد على غرس شجر في أرض بعوض معلوم، وتسمى أيضاً المناصبة.
- وجعلها الحنابلة قسماً من المساقاة، حيث قالوا: المساقاة دفع أرض وشجر له ثمر مأكول لمن يغرسه، وهي المناصبة، أو شجر مغروس معلوم لمن يعمل عليه.
- وقد اتفق الفقهاء في الجملة على صحة المغارسة في الأشجار على سبيل الإجارة، كأن يقول له: إغرس لي هذه الأرض نخلاً أو عنباً أو زيتوناً ولك كذا، وتجري عليها أحكام الإجارة.
- أما المغارسة على سبيل الشركة، بأن تعطى الأرض للعامل لغرس الأشجار، وتكون الأرض والأشجار بينهما، أو الأشجار وحدها بينهما، فاختلفاً فيه،
- وقال المالكية: لا تصح المغارسة على وجه الشركة بجزء معلوم في أحدهما أي الأرض أو الشجر، وتصبح بشركة جزء معلوم في الأرض والشجر وعلى هذا الأساس تم تعريف صكوك المغارسة⁴.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 94-95

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 70

³ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 95. وحسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 38. وأشرف دوابه الصكوك الإسلامية، المرجع السابق،

ص 100

⁴ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 95-96، بتصرف

أولاً - تعريف صكوك المغارسة:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها رقم (17) صكوك المغارسة على أنها: « وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس»¹.

ثانياً - الأطر الخاصة لإصدار وتداول صكوك المغارسة: تخضع عملية الإستثمار في صكوك المغارسة لضوابط شرعية وتقنية عامة كغيرها من الصكوك الإسلامية والتي تم التطرق إليها، وأخرى خاصة بصكوك المغارسة، نتناولها أهمها فيما يلي:

1. تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها ، وتحدد نشرة إصدار الصكوك مساحة الأرض وأوصافها ونوع الأشجار المطلوب غرسها، ومدة المغارسة والعوائد المتوقعة منها وطريقة تقسيم المساحات المزروعة أو حصيلة المزرعة من ثمار²
 2. مصدر هذه الصكوك هو المالك لمساحات واسعة من الأرض الصالحة للزراعة كالدولة، ويرغب بتشجير هذه المساحات بأشجار مثمرة وينقصه التمويل اللازم لذلك، فيعمد إلى إصدار صكوك المغارسة لإستخدام حصيلتها في تمويل تسوية الأرض وتجهيزها ومدى شبكات الري، ثم غرسها بالشتلات اللازمة.
 3. المكتتبون في الصكوك مغارسون بأموالهم ويستحقون حصة تحددتها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد بلوغها سن الإثمار.
 4. تمثل حصيلة الإكتتاب تكاليف غرس الشجر، وتكون عوائد هذه الصكوك هي ثمن الحصة من الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصيلة بيعها³.
 5. قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة إكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المنفق عليها من الأرض والشجر⁴.
 6. قد تقوم مؤسسة مالية وسيطة والمتمثلة عادة في وكيل الإصدار بتنظيم عملية الإصدار بصفقتها وكيلاً عن المصدر مالك الأرض صالحة لغرس الأشجار، ومدير إصدار نيابة عن حملة صكوك المغارسة، وقد تتولى مع ذلك مديراً للإستثمار بنفسها أو بواسطة مدير إستثمار تعينه بصفقتها مديراً للإصدار، ويمكن أن تكلف مؤسسة متخصصة في ذلك العمل وتحدد أجره، ويمكن أن تتولى مع ذلك مهام أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار⁵.
- ويمثل صك المغارسة بعد قفل باب الإكتتاب وبداية الصرف على الغرس حصة في النقود والأرض والغرسات، وعلى هذا الأساس يمكن تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الحصيلة للصرف على المشروع إذ تختلط هذه النقود بعد بدء النشاط مع الزرع والشتلات والأرض وتصير شيئاً واحداً، لأن الشركة تقتضي الاختلاط إعمالاً للقصد والنية، سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

ثالثاً: الأهمية الاقتصادية للصكوك الزراعية: للصكوك الإستثمارية الزراعية أهمية بالغة وكبيرة في عالمنا الإسلامي، وخاصة للدول التي تتمتع بمساحات زراعية شاسعة ومياه عذبة متوفرة، ويمكن تلخيص أهمية هذه الصكوك في النقاط التالية:

¹ المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الجيار رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص240

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص44-45

³ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص97

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص70

⁵ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص97، بتصرف

- 1 - يمكن للصكوك المزارعة وتوابعها من صكوك المساقاة والمغارسة أن تساهم مساهمة كبيرة في عملية التنمية الزراعية في العالم الإسلامي، لذلك فإن للصكوك الزراعية الإمكانية في توفير المبالغ اللازمة لإستثمار الأراضي الصالحة للزراعة وإعادة تأهيلها من شق للقنوات وبناء للسدود وتوفير جميع الوسائل المادية والبشرية للإنتاج الزراعي.
- 2 - للصكوك الزراعية من صكوك مساقاة ومغارسة ومزارعة دوراً في زيادة معدل الإستثمار الزراعي، أي زيادة نسبة ما يستثمر في القطاع الزراعي من إجمالي الدخل القومي وهو يعتبر جزءاً من معدل الإستثمار القومي، حيث تعتبر الإستثمارات الزراعية محدداً رئيسياً لعملية التنمية الزراعية، والتي يتم من خلالها تجديد البنية التحتية والمرافق الزراعية وإضافة مساحات زراعية أخرى، وطاقت إنتاجية وتحديث التقنيات الإنتاجية ، إلا أن زيادة معدل الإستثمار الزراعي يستلزم توفير التمويل اللازم بإعتباره أهم مقومات التنمية الزراعية، حيث تتلخص الصعوبات التي يعاني منها القطاع الزراعي في الوطن العربي بما يلي:

- أ - صعوبات يواجهها المزارع في سبيل الحصول على القروض الزراعية بسبب الضمانات التي تشترطها مؤسسات الائتمان الزراعي التقليدية، وتعتبر أغلب المشاريع الزراعية مشاريع فردية فإن أغلبها يعجز عن تأمين تلك الضمانات.
- ب - ارتفاع تكلفة التمويل حيث يصل سعر الفائدة على القروض الزراعية في بعض الدول العربية إلى نحو 18 بالمائة، فضلاً عن حصة الربا.

ج- تعاني معظم مؤسسات الائتمان الزراعي من محدودية السيولة النقدية لذلك يقتصر نشاطها التمويلي على القروض قصيرة الأجل وغالباً ما تعطى في غير موعدها المحدد.

أن تلك الصعوبات تقتضي إعادة النظر في مؤسسات الائتمان الزراعي التقليدية لتصبح أداة لتسريع التنمية الزراعية العربية، وعليه فإن إصدار الصكوك وإستخدامها في المشاريع الزراعية يعتبر الحل والعامل الأكبر والأهم في عملية التنمية الزراعية في البلدان العربية التي تعاني من نقص السيولة المادية (مثل السودان ومصر وسورية والأردن والمغرب و...) عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية في مختلف الدول التي تتوفر فيها فوائض مالية تحتاج لإستثمار كالدول العربية النفطية، والتي تولدت لديها حديثاً ثروة مالية كبيرة نتيجة الطفرة النفطية في الأربعة سنوات الأخيرة، وهي في معظمها مدخرات تحتاج إلى الإستثمار .

كما يمكن أن تشكل الصكوك بأنواعها تكاملاً للحلول التمويلية الزراعية، فعن طريق صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة يتم توفير الأراضي اللازمة للزراعة، وعن طريق إصدار صكوك السلم يتم توفير الأموال اللازمة للزراعة، وعن طريق إصدار صكوك الإستصناع والإجارة المنتهية بالتمليك يمكن توفير الأموال اللازمة لشراء الآلات والمعدات الزراعية، وعن طريق إصدار صكوك الإجارة يمكن توفير الأموال اللازمة لإنشاء البنية التحتية الزراعية من إقامة للسدود وحفر للآبار وإنشاء قنوات صرف مياه السقي¹.

تعتبر أنواع الصكوك سابقة الذكر أهم أنواع الصكوك الإستثمارية الإسلامية المبنية على صيغ الإستثمار الشرعية، غايتها الحصول على الربح من إستثمار مواردها إقتصادياً، فهي تدر عوائد مالية لحاملها بهدف تعظيم ثروته بالطريق المشروع والحلال أي عدم إقبال العائد الأخرى، بطبيعة حال الإستثمار الإسلامي. وفيما يلي جدول مقارنة بين هذه الأنواع من الصكوك الإستثمارية الإسلامية.

¹ أسامة الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 140-144، بتصرف

جدول رقم (1، 2): مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإستثمارية الإسلامية

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصيلة الاكتتاب	ملكية حامل الصك
صكوك المرابحة	تمويل شراء سلعة المرابحة	البائع لبضاعة المرابحة	المشترون لبضاعة المرابحة	تكلفة شراء البضاعة	سلعة المرابحة
صكوك السلم	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلعة السلم	المشترون للسلعة	ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)	سلعة السلم
صكوك الاستصناع	تمويل تصنيع سلعة	الصانع (البائع)	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة
صكوك الإجارة	بيع العين المؤجرة	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستجارها	مشترون لها	ثمن الشراء	الموجودات على الشيوخ بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم
صكوك مشاركة	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	الجهة التي تنشأ وتدير المشروع	المشاركون في المشروع	تمويل المشروع	المشروع أو موجودات النشاط
صكوك المضاربة	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت
صكوك الوكالة بالاستثمار	الإستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
صكوك المزارعة	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)*	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)*	تكاليف الزراعة	حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد
صكوك المساقاة	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)*	المساقون*	تكاليف العناية بالشجر	حصة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد

..../....

حصّة منقّق عليها في الأرض والغرس	تكاليف غرس الشجر	المغارسون*	مالك أرض صالحة لغرس الأشجار*	غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة	صكوك المغارسة
-------------------------------------	------------------	------------	---------------------------------	--	---------------

المصدر: ورقة بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، متاح على الرابط: syrianfinance.org/assets/files/20033.doc ص ص 14-15

وتجدر الإشارة أنه يمكن استخدام الصكوك الإسلامية في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشروعات الحكومية ، وتسمى الصكوك تحت هذا الاعتبار بالصكوك الحكومية، ويتم ذلك بأن تختار المؤسسات الحكومية الأصول الثابتة اللازمة لها، من خلال برامجها التنموية وتحديد مواصفاتها بدقة، ويمكن أن تشمل هذه الأصول قطاعاً واسعاً جداً من الحاجات الرأسمالية الضرورية كالمباني الحكومية، والجامعات الحكومية، والمدارس، والطرق والجسور والمطارات، ومحطات الأقمار الصناعية، والطائرات والبواخر وأساطيل النقل البري، وغيرها، وذلك من خلال هيئة مستقلة (مصرف إسلامي، مؤسسة مالية، جهة حكومية...إلخ) تقوم بتلقي طلبات التمويل من المؤسسات الحكومية، وتمارس دور الوكيل عن أصحاب الصكوك في إدارة كل ما يتعلق بهذه الصكوك من حقوق والتزامات وإجراءات حسب شروط الإصدار. وتتخذ الصكوك الإسلامية الحكومية أشكال الصكوك المذكورة سابقاً: المضاربة، والمشاركة والإجارة والمرابحة والسلم...إلخ. كما توجد أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية المبنية على إعتبارات أخرى، منها:

المطلب الحادي عشر: صكوك الحقوق المعنوية

تعتبر الحقوق المعنوية من المصطلحات المستجدة التي لم ترد في مصنفات الفقهاء المتقدمين، ولكن الفقهاء قد تعرضوا لجوانب عدة مما يشتمل عليه عموم هذا المصطلح الحديث من معان في مواضيع متعددة، وسياقات مختلفة من كتب الفقه وغيرها، وبالأخص في سياق بيان حقيقة المال والملك والحق وما يلحقها من أحوال وأحكام.

• **تعريف الحقوق المعنوية: في الاصطلاح:** عرفت الحقوق المعنوية كمصطلح قانوني معاصر بأنها : سلطة لشخص على شيء غير مادي هو ثمرة فكره أو خياله أو نشاطه، كحق المؤلف في مؤلفاته العلمية، وحق الفنان في مبدعاته الفنية، وحق المخترع في مخترعاته، وحق التاجر في الإسم التجاري والعلامة التجارية وثقة العملاء، وعليه فالحق المعنوي هو حق إعتباري على شيء غير مادي قضى به العرف التجاري المعاصر، وجعله خاصاً لمن نُسب إليه من شخص أو جهة، ويترتب على هذا الحق إحتكار وإستغلال هذه الثمرة أو هذا النشاط أو النتاج.

هذا وقد تعددت الإصطلاحات التي يطلقها المعاصرون على هذا النوع من الحقوق، ومنها: الحقوق المعنوية، والحقوق الذهنية، والحقوق الأدبية، والحقوق الفكرية، والملكية الأدبية.

ويظهر أن المصطلح الأشمل هو: الحقوق المعنوية، لأنه يشمل ما كان منها ذهنياً (كحق التأليف وبراءة الاختراع)، وما كان الجانب الذهني الفكري ليس الأظهر فيه (كحق الامتياز التجاري والعلامة التجارية)¹.

هذا وقد صدر القرار رقم: 43(5/5) من مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن: الحقوق المعنوية، وفيه: "إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الخامس بالكويت من 1-6 جمادى الأولى 1409هـ، الموافق لـ 10-15 ديسمبر

* في أنواع الصكوك الزراعية، قد تتقلب الأدوار (الصفة) بين المصدر والمكتب في الصكوك، حيث يكون مصدر الصك هو صاحب العمل والمكتب في الصك هو صاحب الأرض

¹ نقلاً عن: حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 12

1988م، بعد إطلاعنا على البحوث المقدمة من الأعضاء والخبراء في موضوع الحقوق المعنوية، وإستماعه للمناقشات التي دارت حوله، قرر ما يلي:

1- الإسم التجاري، والعنوان التجاري، والعلامة التجارية، والتأليف والإختراع أو الإبتكار هي حقوق خاصة لأصحابها، أصبح لها في العرف المعاصر قيمة مالية معتبرة لتمول الناس لها، وهذه الحقوق يعتد بها شرعاً، فلا يجوز الاعتداء عليها.

2- يجوز التصرف في الإسم التجاري أو العلامة التجارية ونقل أي منها بعوض مالي، إذا انتفى الغرر والتدليس والغش، بإعتبار أن ذلك أصبح حقا ماليا.

3- حقوق التأليف والإختراع أو الإبتكار مصونة شرعاً، ولأصحابها حق التصرف فيها، ولا يجوز الإعتداء عليها¹.

أولاً- تعريف صكوك الحقوق المعنوية: من خلال ما سبق بيانه فإنه يمكن تعريف صكوك الحقوق المعنوية.

تعريف صكوك الحقوق الملكية: هي أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية، تخول مالكيها منافع، وتحملها مسؤوليات ملكيته منذ إصدارها والإكتتاب فيها حتى تاريخ تصفيتها². إن المصدر لتلك الصكوك هو بائع حق معنوي (منفعة حق معنوي) والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الإكتتاب هي ثمن الحق المعنوي.

ويستحق حملة الصكوك عوائد نتيجة إعادة بيع منفعة الحق المعنوي بسعر أعلى من ثمن شرائها، وبذلك يستحق حملة صكوك أرباح نتيجة الفرق بين ثمن الشراء وإعادة بيع منفعة الحق المعنوي.

ونرى أن هناك تشابها كبيرا بين هذا النوع من الصكوك وصكوك المنافع، ويكمن الإختلاف في تمثيل صكوك الحقوق المعنوية حصة شائعة في منفعة أصل معنوي (علامة تجارية، براءة اختراع، حقوق البث التلفزيوني وغيرها)، بينما في صكوك المنافع تمثيل حصة شائعة في منفعة أصل مادي (عين)، وعليه نقترح أنه يمكن جعل هذا النوع من الصكوك صورة من صور صكوك المنافع.

ثانياً- حكم إصدار صكوك الحقوق المعنوية وتداولها:

يتميز هذا النوع من الصكوك عن غيره من أنواع الصكوك الإسلامية الأخرى بكون ما يمثله الصك هو حق معنوي. إلا أن صكوك الحقوق المعنوية لا يمكن حصر حكمها وتكييفها في قالب واحد، إذ أنها يمكن أن تتخذ أشكالاً مختلفة بناءً على الهيكلة التي تبنى عليها، وسيختلف تبعاً لذلك تكييف كل من هذه الإصدارات والحكم عليها بناءً على إختلاف وتنوع هذه الهياكل وعددها.

1 - حكم إصدار صكوك الحقوق المعنوية: إن الأصل في حكم إصدار صكوك الحقوق المعنوية أنه يجوز تصكيك

الحقوق المعنوية، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وتمثيلها في صيغة صكوك متداولة، مبنية على هيكلة متمثلة في عقد شرعي أو مجموعة عقود، في صيغة إستثمارية مدرة للربح، وطرحها لإكتتاب على المستثمرين، شريطة مراعاة جملة من الضوابط الشرعية أهمها:

أ- أن يكون محل التصكيك حقاً معنوياً متقوماً شرعاً، يصح بيعه والتصرف فيه، وعليه:

✓ لا يجوز أن يكون محل التصكيك حقاً معنوياً في محرم: كأن يكون اسماً تجارياً أو علامة تجارية لبنك ربوي، أو لشركة تصنيع خمور ونحو ذلك مما هو غير متقوم شرعاً لحرمة.

¹ مجلة الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الخامس، المجلد الثالث، مرجع سابق، ص 2267

² حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 13، بتصرف

✓ لا يجوز أن يكون محل التصكيك (ما تمثله الصكوك) حقاً معنوياً غير معتبر نظاماً وقانوناً، وبذلك يكون ليس له قيمة مالية في نفسه، كأن يكون المبيع على حملة الصكوك تأشيريات إستقدام عمالة أجنبية، لأنها وإن كان فيها شبه في الصورة بالحقوق المعنوية من جهة كونها اختصاصاً يخول صاحبها حقاً مالياً، إلا أنه لا يصح إعتبارها محل تصكيك، لأن الأنظمة إنما تتيح لحاملها حق الإنفعا بها دون المعاوضة عليها وبيعها.

ب- ألا تشتمل هيكله صكوك الحقوق المعنوية على حيلة ربوية محرمة، ومن أمثلة ذلك:

✓ الهيكله القائمة على صيغة بيوع العينة: كأن يبيع المصدر حقاً معنوياً متقوماً على حملة الصكوك بثمن نقدي، ثم يعيد شراء الحق المعنوي من حملة الصكوك، أو إستجاره منهم تأجيراً منتهياً بالتمليك بثمن آجل أكثر منه.

ج- ألا يكون بيع الحق المعنوي على حملة الصكوك بيعاً صورياً لا حقيقة له.

د- يجب أن يشارك حامل الصك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من ملكية في حق المعنوي محل التصكيك، ولا يجوز أن يقدم المصدر أو مدير موجودات الصكوك لحملة الصكوك ضماناً لأصل قيمة الصك (القيمة الإسمية للصك)، إلا في حال تعديه أو تفريطه، كما لا يجوز أن يضمن لهم مقدراً محدداً من الربح¹.

هـ- أن يكون التسعير حقيقياً، وليس مجرد تقدير جزافي صادر من جهة أخرى، كما في حالة شراء الحق من جهة أخرى.

و- أن لا يلحق الحق ضرراً بالناس أو البيئة.

ز- في حال تعهد مصدر الحق المعنوي بإعادة الشراء، فإن ذلك يخضع لأحكام التعهد بإعادة الشراء.

2- حكم تداول صكوك الحقوق المعنوية:

أ- إذا كان صك الحقوق المعنوية مستجعماً للضوابط الشرعية للصكوك عموماً، ولضوابط صكوك الحقوق المعنوية خصوصاً، فلأصل جواز تداوله منذ إصداره، لأن هذا التداول يعد بيعاً لحصة مشاعة في حق معنوي متقوم شرعاً.

ب- في حالة بناء هيكله صكوك الحقوق المعنوية على شراء حق معنوي من مالكة -جهة غير المصدر- ثم تأجيره على المصدر إجارة تشغيلية أو إجارة منتهية بالتمليك، فإن هذا الصك يجوز تداوله، لأن التداول في هذه الهيكله يمثل بيعاً لحصة مشاعة في أصل، وهو الحق المعنوي.

ج- في حالة بناء هيكله صكوك الحقوق المعنوية على استئجار حق معنوي من مالكة لمدة محددة، ثم إعادة تأجير هذا الحق المعنوي على المصدر أو غيره مدة مماثلة لمدة عقد الإجارة الأولى أو أقل منها بأجرة مؤجلة، فإنه لا يجوز تداول الصك في هذه الهيكله إلا وفقاً لضوابط التصرف في الديون، لأن منفعة الحق المعنوي (المستأجرة) التي كان يمثلها الصك قد خرجت عن ملكية حملة الصكوك بعد التأجير الثاني (التأجير من الباطن) وأصبح الصك بعد ذلك يمثل ديناً، وهو الأجرة المؤجلة الواجبة في ذمة مستأجر منفعة الحق المعنوي من حملة الصكوك.

وعليه نجد أن الفرق بين الصورتين الأخيرتين: أن حملة الصكوك كانوا يملكون رقبة الحق المعنوي ومنفعته، ثم خرجت المنفعة عن ملكهم بتأجيرها على المصدر، ولكن بقيت ملكيتهم لرقبة الحق المعنوي فجاز تداولهم للصك

¹ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 15-16

في الصورة الأولى: لأنها تمثل بيع حصة مشاعة من رقبة الحق المعنوي، وذلك بخلاف الصورة الثانية التي لم يملك حملة الصكوك فيها إلا منفعة الحق المعنوي، وبعد إعادة تأجيله على المصدر (التأجير من الباطن) خرجت هذه المنفعة عن ملكهم إلى المستأجر من الباطن، وعليه فلم يجز تداول الصك آنذاك لأنه لم يعد يمثل إلا الدين - الأجرة المؤجلة الواجبة في ذمة المستأجر من الباطن¹.

هذا والجدير بالذكر أن هناك أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية تستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه الخير ولا تعود بعائد مادي فهي غير مربحة في الدنيا، وإنما تعود على حاملها بأجر عظيم في الحياة الآخرة، وإن الغرض منها ليس الإستثمار، وإنما تحقيق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية لذلك لا نستطيع أن نستثنيها لأن ما زال هناك خير في أمة المصطفى عليه الصلاة والسلام، ولأنها تعمل على تنمية الناحية الاجتماعية، لهذا حاولنا أن نخصص المطلب الأخير من هذا المبحث لهذا النوع من الصكوك والذي أطلقنا عليه إسم الصكوك الاجتماعية الإسلامية، لأن الغاية منها التنمية الاجتماعية وتحقيق الأغراض الإنسانية والتكافلية.

المطلب الثاني عشر: الصكوك الإسلامية الاجتماعية

تعمدنا تسمية هذا النوع من الصكوك بالصكوك الاجتماعية الإسلامية، محاولة لضم شكلين من الصكوك هما: الصكوك الوقفية وصكوك القرض الحسن، فهذهما واحد وهو تحقيق الأغراض الاجتماعية والتكافلية.

أولاً- الصكوك الوقفية: يلعب الوقف الإسلامي دوراً هاماً في حياة المسلمين الاجتماعية والاقتصادية، وكانت تمثل الركيزة الأولى، والدور الرئيسي في بلورة الحضارة الإسلامية وتقدمها، حيث وفرت الحياة الكريمة لطلاب العلم، والثقافة الإسلامية للعلماء والمعلمين على السواء، وأخذها بيد الضعفاء والفقراء والمساكين على مدى العصور، وقد تسابق أهل الخير والصلاح في إنشائها حتى أصبحت مواردها تغطي ما خصص له في العصور الحديثه عدة وزارات كالأشؤون الاجتماعية والتربية والتعليم. والوقف نظام قابل للتطوير بما يتوافق مع حاجات المجتمع في كل زمان ومكان، وبالنظر إلى مستجدات الحياة تبدو أهمية تفعيل الأوقاف مع حركة الاقتصاد بما يفيد الأمة الإسلامية في حاضرها ومستقبلها، وذلك بإعادة الوقف لقدرته على أداء دوره الإيجابي في عملية التنمية الشاملة التي تنشدها المجتمعات الإسلامية المعاصرة. وقبل التطرق إلى الصكوك الوقفية، لا بد من التطرق أولاً إلى مفهوم الوقف².

• **مفهوم الوقف في اصطلاح الفقهاء:** تعددت عبارات الفقهاء في تعريفهم للوقف تبعاً لاختلاف آرائهم في لزومه، وتأنيده، وملكيته، وإن اتفقت غالباً في المضمون، ويمكن تعريف الوقف شرعاً بأنه: حبس مال وتسجيل منافعه على مصرف أو أكثر من مصارف البر تقريباً إلى الله تعالى، ويقصد بالمال هنا كل ما يمكن إحرازه وحيازته فضلاً عن الانتفاع به³. وعليه يتم تعريف الصكوك الوقفية

1 - **الصكوك الوقفية وأنواعها:** يرى الدكتور كمال توفيق حطاب أن الصكوك الوقفية ظهرت في مراحل مبكرة من التاريخ الإسلامي لتمثل وثائق إثبات بحق يحفظ من خلالها شرط الواقف. وكانت هذه الصكوك تمثل سندات ملكية يتم حفظها دعماً للنزاع وحفظاً لحقوق الفقراء وجهات الوقف الأخرى، وهذه السندات كانت تمثل وثائق أو شهادات إثبات حق لا يقصد منها سوى تنفيذ الوقف بشروط الواقفين، ولا يقصد منها الإستثمار أو التداول. أما الصكوك الوقفية بمعناها الحديث فتشتمل على هذه الصكوك بالمعنى السابق إضافة إلى معان أخرى عديدة تتنوع بتنوع صيغ التمويل الإستثمارية الإسلامية ويتم تداولها في السوق المالية وتصرف عوائدها على أوجه البر والخير⁴. وعلى أساس هذا التعريف يدخل في هذا المجال الصكوك التالية: صكوك أهلية، صكوك خيرية، صكوك إستثمارية ووقفية

ثانياً- صكوك القرض الحسن: قبل التطرق إلى مفهوم صكوك القرض الحسن، لا بد من تعريف القرض الحسن.

¹ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق، ص 18-19

² أشرف محمد دوايه، دراسات في التمويل الإسلامي، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2007، ص 165

³ أشرف محمد دوايه، دراسات في التمويل الإسلامي، المرجع السابق، ص 143

⁴ كمال توفيق حطاب، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، 2006م، ورقة بحث متاحة على: www.kantakji.com/fiqh/Files/Wakf/z130.pdf، تاريخ الإطلاع: 2010/06/02، ص 8-9

• **القرض الحسن:** هو عبارة عن عقد بين طرفين، أحدهما المقرض والآخر المقترض يتم بمقتضاه دفع المال المملوك للمقرض إلى المقترض على أن يقوم هذا الأخير برده أو رد مثله إلى المقرض في الزمان والمكان المتفق عليه¹.

1- **صكوك القرض الحسن:** نجاول تعريف صكوك القرض الحسن على أنها: وثائق متساوية القيمة محددة المدة عادة ما تكون قصيرة الأجل يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في تمويل حاجات عامة وإنفاقها على وجوه الخير ولا يُكوّن الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافئية، ويملك حامل صك القرض الحسن حصة شائعة في دين، يضمن مصدره قيمته عند انتهاء أجله.

تصدر صكوك القرض الحسن من أي جهة كانت تستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه البر والخير ولا تعود بعائد مادي، لأن الغرض من إصدارها ليس تحقيق عوائد، إنما تعود على حامله بأجر عظيم في حياة الآخرة، و تشير هنا إلى أنه يمكن لأي حكومة أن تستفيد من هذا النوع في دعم عجز الموازنة العامة مثلاً إذا كانت تحتاج إلى سيولة نقدية لتغطية رواتب العاملين في الدولة، فيتم طرح صكوك قرض حسن للاكتتاب العام لمدة سنة، فيتم الإقبال عليها من الجمهور القادرين للقيام بدورهم الاجتماعي، كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، وذلك بالإعتماد على الحسابات الجارية المودعة لديها كاملة من قبل المواطنين، حيث لا تدفع هذه البنوك عليها أي تكلفة (عائد للمودعين)، لأن هذه الصكوك لا تستحق عائداً وتعتبر الزيادة على القرض محرمة، وبضمان الدولة والتي تلعب دور المصدر هنا قيمتها عند إنتهاء الأجل، وتسدها خلال السنة الواحدة².

2- **إجراءات التعامل في صكوك القرض الحسن:** وتتمثل ذلك بحسب المراحل التالية

أ- **مرحلة الإصدار:** ويمكن أن تتم كما هو في الواقع المعاصر بتقسيم القرض إلى أوراق مالية متساوية القيمة وتطرح على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى للاكتتاب فيها بنسبة من رصيد الودائع الجارية لديها عند كل إصدار، وكذا تطرح على الجمهور.

ب- **مرحلة التداول والتسييل:** أما عن التداول فتحوطه عقبات شرعية و إقتصادية حيث أن تداول الديون "بيع الدين لغير المدين" محل خلاف بين الفقهاء فمنهم من يجيز تملك الدين من غير من عليه الدين بعوض وبغير عوض، ومنهم لا يجيز ذلك، أما المالكية فيجيزون ذلك بشروط تباعد بينه وبين الغرر والربا، وقد سبق شرحها وإذا أخذنا برأى من يجيز بيع الدين لغير من هو عليه "تداول القرض الحسن" فإن ذلك يصادف بعقبة إقتصادية تتمثل في أنه لا يوجد من يدفع حالاً مبلغاً ويأخذ مثله في المستقبل.

- أما عن التسييل قبل حلول الأجل فإنه يمكن أن يتم عن طريق السداد المعجل للدين وهو أمر متفق عليه إن تم سداد القيمة الإسمية، أما إن تم السداد بأقل من المبلغ، أي بخصم تعجيل الدفع وهي المسألة المعروفة في الفقه بمسألة "ضع وتعجل" فإنه يوجد خلاف فقهي حول جوازها من عدمه، كما يمكن أن يتضمن إصدار هذه الصكوك إمكان إستخدامها خلال توقيت معين لدفع قيمة سلع أو خدمات حكومية مثلاً يحصل عليها مالك الصك، وهذا التصور خلاف بيع السلم حيث لا تحدد السلعة أو الخدمة عند الإصدار وإنما عند الاستخدام وهي صورة جائزة شرعاً لدى بعض الفقهاء بخصوص استبدال الدين. أو بيع الدين بسلعة أو خدمة وبالتالي يمكن للحكومة أن تصدر صكوك قرض حسن وتتعهد إما برده نقداً أو تقديم سلعة أو خدمة يطلبها حامل الصك في أي وقت قبل حلول أجل الدين.

¹ مصطفى حسين، جهاد أبو الرب، محمود حمودة، نصر علي نصر، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 1410هـ/1990م، ص 51، نقلاً عن: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل، مرجع سابق، ص 135

² زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العالمي عن: "قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات"، مركز الإدارة، كلية أحمد إبراهيم للحقوق، المعهد العالمي لوحة الأمة الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009م، ص 22

ج- مرحلة التصفية: وتكون بسداد جهة الإصدار عادة ما تتمثل في الحكومات لقيمة سندات القرض الحسن في الموعد المحدد لانتهائها¹.

ثالثاً- الأهمية الاقتصادية للصكوك الإجتماعية الإسلامية:

للصكوك الإجتماعية وما تضمه من صكوك وقفية وصكوك قرض حسن أهمية ودورا هاماً في تحقيق التكافل الإجتماعي في المجتمع والتنمية الإجتماعية والإقتصادية للدول الإسلامية، من خلال سدها الحاجات الأساسية والتي ترهق ميزانيات الدول الإسلامية في الوقت الحاضر، بالإضافة إلى تعدد القطاعات والمجالات التي تمسها هذا النوع من الصكوك، وتبرز أهمية هذه الصكوك في النقاط التالية:

- 1- إن تنوع المجالات (العلمية والدينية والإجتماعية والصحية وغيرها) التي تمويلها الصكوك الإجتماعية، يرفع العبء الثقيل عن ميزانية الدولة، بحيث يمكن للدولة أن تحقق وفراً دائماً في خزيرتها العمومية، يمكنها من مواجهة الظروف الاستثنائية.
 - 2- يعتبر التمويل بالصكوك الوقفية وصكوك القرض الحسن للمجالات والقطاعات المختلفة للدولة، أسرع وأيسر وأكثر كفاءة وفعالية مقارنة بالأدوات التقليدية، نتيجة وصول هذه الصكوك إلى أكبر عدد ممكن من الناس، وبالتالي يمكن توفير تمويل أضخم من الأدوات التقليدية.
 - 3- تمكين أكبر عدد ممكن من المجتمع الأغنياء والفقراء على السواء من الإشتراك في الوقف مهما بلغت مساهماتهم، ويرجع ذلك أن الصكوك الوقفية متاحة للجميع من يريد أن يوقفوا جزءاً من أموالهم في سبيل الله مهما كان ضئيلاً.
 - 4- فضلاً عن العائد الأخرى الذي يناله الواقفون المشتركون في الصكوك الوقفية فإنه يمكن لهؤلاء الواقفين أن يحصلوا على عوائد مادية دنيوية إذا تحققت أرباح كبيرة من استثمار الأموال الوقفية التي جمعت بواسطة هذه الصكوك².
 - 5- توجد بعض الأنشطة والمرافق العامة التي لا تصلح لتمويلها بصيغ المضاربة والمشاركة والإجارة، وتكون الحكومة في حاجة إلى الأموال اللازمة لتوفير بعض هذه الخدمات فتلجأ حينئذ إلى طلب القروض من الأفراد والمؤسسات وتدعوهم إلى الإكتتاب في صكوك بقروض عادة ما تكون قصيرة الأجل، وتضمن الحكومة سداد هذه الصكوك في موعدها المحدد³.
- وعليه نجد أن للصكوك الإجتماعية عامة والصكوك الوقفية خاصة دوراً هاماً ينبغي إستغلاله وإستثماره من قبل الدولة لتحقيق التنمية الإجتماعية والتكافلية للمجتمع، وذلك من خلال التوسع في الصكوك الإجتماعية كماً ونوعاً، والإرتقاء بأجهزة الوقف من الناحية الإدارية والإقتصادية بما يؤدي إلى إستغلال وإدارة هذه الصكوك بأحدث طرق الإستثمار والإدارة⁴.
- تأسيساً على ما ورد في هذا المبحث فقد تم التطرق إلى أهم أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية سواء منها الإستثمارية أو الإجتماعية، ويمكن للدول الإسلامية وغيرها إصدار هذه الصكوك لتمويل مشروعاتها الهادفة إلى تحقيق أرباح مادية وأرباح إجتماعية، فصكوك الإجارة وسيلة مالية تصلح لتوفير الاحتياجات الرسمية من المعدات والآلات والسفن والطائرات والأصول المادية كالأراضي والعقارات، أما الإستصناع فيقتصر إستخدامها على توفير المعدات والأجهزة المصنعة كمستلزمات المستشفيات العمومية وغيرها، وتستخدم صكوك السلم لتوفير إحتياجات تمويلية معجلة للحكومات، كالإنفاق على التزامات عامة دورية، وصكوك المشاركة المتناقصة تلائم المشروعات الإستثمارية الحكومية والمرافق العامة التي تدر دخلاً، بينما يبرز دور الصكوك الإجتماعية في نشر المشروعات الإجتماعية والتكافل والتعليم العام... الخ، ورفع العبء الثقيل عن ميزانية الدولة.

¹ للتفصيل أكثر أنظر: محمد عبد الحليم عمر، الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي، ورقة بحث مقدمة إلى: "ندوة الصناعة المالية الإسلامية"، عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

- التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجددة-، الإسكندرية، مصر، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000م، ص ص 25-26

² كمال حطاب، الصكوك الوقفية، مرجع سابق، ص ص 18-20

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة

الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31 ماي-3 جوان 2009م، ص 43

⁴ كمال حطاب، الصكوك الوقفية، مرجع السابق، ص 19.

المبحث الرابع: واقع وتحديات الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، وقد شهدت تلك الصكوك انتشاراً وازدهاراً ونمواً واسعاً وإستثنائياً في السنوات الثمانية الأخيرة ، حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، وقد توقعت دراسة البنك الدولي أن يصل حجم الصكوك الإسلامية عام 2015م إلى ثلاثة 03 تريليون دولار أو يزيد¹. والمستقبل الذي ينتظر سوق رأس المال الإسلامي وقطاع الصكوك بشكل خاص، مستقبل واعد بلا شك، يدل على ذلك ما سيذكر من الإحصاءات والوقائع، ولكنها مع ذلك تتعرض هذه الصناعة للكثير من المشكلات التي تحتاج إلى المزيد من البحث والتمحيص، حتى يتحقق بها الغرض الذي أنشئت من أجله، فتكون بذلك البديل الشرعي الذي يحول دون اللجوء إلى أدوات الدين التقليدية.

المطلب الأول: وضع سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2005-2010م)

يشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً في وقتنا الراهن، فقد ذكر صندوق النقد الدولي: أنه ونظراً لف انخس السيوالة الذي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل ارتفاع أسعار النفط، تسعى هذه المؤسسات وبشكل متزايد إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في إستثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة لزيادة العائد وتنويع الإستثمارات² بالإضافة إلى ذلك توسع رقعة الحلول والمنتجات الإسلامية التي تواكب إحتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات أو المؤسسات المالية نفسها³، كما أن هناك إقبالاً متزايداً من مؤسسات الإستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنوع الإستثمارات بإعتبار هذه الأوراق كحل مالي، إضافة أنها بديل شرعي لأدوات الدين التقليدية التي كانت إحدى الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمة المالية لسنة 2008م، أدى ذلك إلى طفرة في معاملات التصكيك الإسلامي تمخض عنها نمو كبيراً ومتسارع في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية،

أولاً- حجم سوق الصكوك الإسلامية

تنامت السوق العالمية للصكوك الإسلامية، وإتسعت بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة، ووفقاً للبيانات المجمعة وفي حدود الإطلاع عن الحجم العالمي لسوق إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2005-2010م، وصل الحجم السوقي لإصدارات الصكوك الإسلامية البالغ عددها حوالي 1410 إصدار، خلال تلك الفترة وحدها إلى ما يقارب 199 مليار دولار أمريكي، وحسب الشكل رقم(1، 1) الموضح أدناه، يمكن إستخلاص التفاصيل التالية:

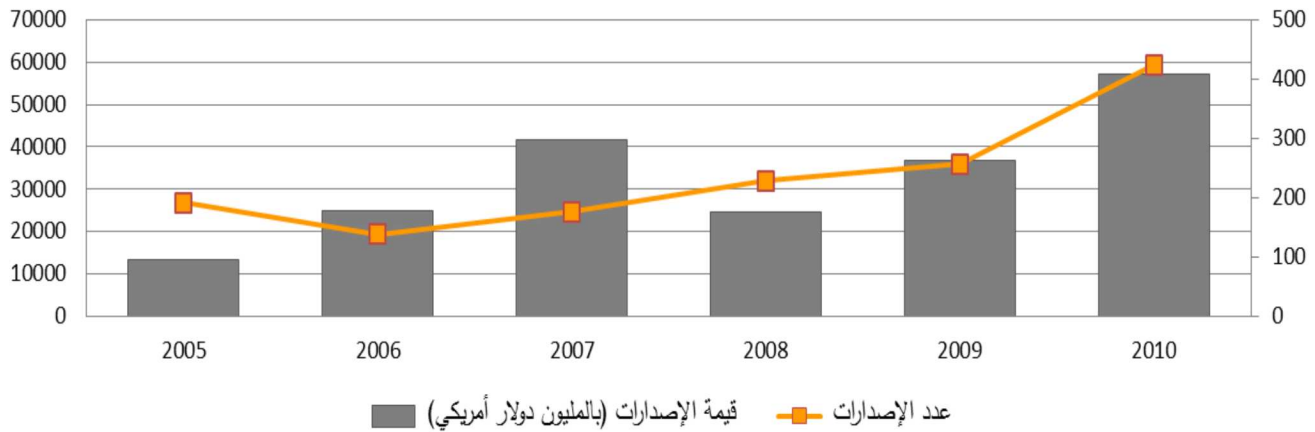
نجد أن قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية البالغة قيمتها ما يقارب 199 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 2005-2010م، توزعت على سنوات تلك الفترة بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة في كل سنة، نظراً لما تميزت به هذه الفترة من أحداث، بداية لما شهدته الفترة ما بين 2005م و2007م من طفرة في زيادة حجم (قيمة وعدد) إصدارات الصكوك الإسلامية، نظراً لنتزامنها مع الإرتفاع في أسعار النفط والنمو الإقتصادي السريع لدول مجلس التعاون الخليجي، إذ سجل عام 2007م الرقم القياسي من حيث قيمة وعدد إصدارات الصكوك سنوياً في تاريخ صناعة الصكوك الإسلامية آنذاك، حيث وصل الحجم السوقي للصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما قيمته 41,7 مليار دولار أمريكي لحوالي 176 إصدار، وقد شهدت صناعة الصكوك الإسلامية في السنوات التي سبقت عام 2008م نمواً مضطرباً، حيث وصل معدل زيادة قيمة الإصدارات على حوالي 88% في سنة 2006م مقارنة بسنة 2005م، وإلى نسبة نمو وصلت إلى 68% في عام 2007م.

¹ دراسة بعنوان: الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، تاريخ النشر 2007/09/19م

² أسامة الجورية، الصكوك الإستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص 107

³ أسامة الجورية، المرجع السابق، ص 03

الشكل رقم (1، 1): يوضح الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2005-2010م



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

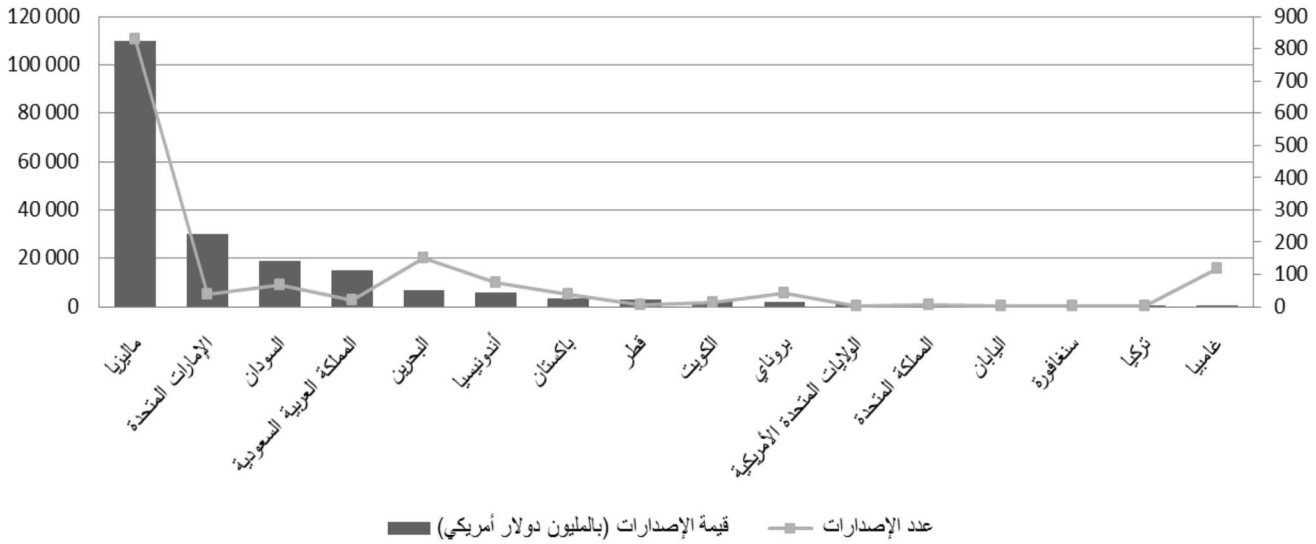
أما عام 2008م، يعتبر محطة أخرى وإنحراف في مسيرة صناعة الصكوك لما كانت عليه من قبل، وهو العام الذي شهد تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م، وكذا قضايا الخلافات الشرعية والتوافق مع الشريعة الإسلامية، حيث كانت لهذه الأحداث تأثيرات واضحة في سوق الصكوك وأدت إلى بطء واضح في سوق الإصدارات، كما أنه لم تتج جميع الإصدارات من الإنكماش الإقتصادي وأعلن حالات إخفاق وتعثر بعض الصكوك، وبذلك تأثر سوق الصكوك الإسلامية من جراء الأزمة المالية العالمية 2008م وتداعياتها، بإعتباره أول تراجع في حجم مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية، فمن نمو كبير بلغ حوالي 68% عام 2007م إلى نسبة تراجع وصلت إلى 41% في عام 2008م، والذي كان من المتوقع له متابعة النمو خلال 2008م، 2009م، 2010م، إلا أن ظروف الأزمة حالت دون ذلك، ولكن سرعان ما تعافت إصدارات الصكوك الإسلامية إلى حد ما في عام 2009م، ليلبغ الحجم السوقي لقيمة إصدارات الصكوك الإسلامية إلى حوالي 36,9 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تجاوزت 49% عن عام 2008م، وواصل هذا النمو زخمه ليسجل عام 2010م إنطلاقة غير مسبوقه في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية بنسبة نمو بلغت حوالي 55% والتي عكست ما قيمته 57,2 مليار دولار أمريكي لحوالي 424 إصدار، ويُرجع المراقبون إنتعاش هذا السوق نتيجة للتعافي الإقتصادي الذي شهدته أغلبية الدول الإسلامية، فضلاً عن التعافي النسبي للأسواق العالمية، ويضاف إلى هذا الإرتفاع الذي تشهده أسعار النفط، وبهذا سجل عام 2010م، رقماً قياسياً جديداً في صناعة الصكوك الإسلامية متفوقاً بذلك عن عام 2007م، وطوى مع آخر أيامه صفحة نجاح جديدة لصناعة التمويل الإسلامي، من حيث حجم قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية.

ثانياً- سوق الصكوك الإسلامية حسب الدول:

لا شك أن صناعة الصكوك الإسلامية هي الآن صناعة عالمية، من حيث كل من الإصدارات والأماكن التي يتواجد فيها مستثمرو الصكوك، وخلال السنوات الأخيرة زاد التوسع الجغرافي في إصدار الصكوك الإسلامية، ولم يعد حكرًا على دولة أو إقليم معين، بل ولم يعد حكرًا على الدول الإسلامية فحسب، إذ إمتدت رقعة التصكيك من أدنى الأرض إلى أقصاها، في تنافس كبير، وتتابع متسارع يصعب إحصاؤه، من ماليزيا وأندونيسيا وسنغافورة وتايلندا والفلبين واليابان وكوريا الجنوبية والصين مروراً بباكستان وكازاخستان وإيران، ثم دول الخليج، ومصر، والسودان، والأردن، وبيروناي دار السلام، غامبيا، فرنسا وألمانيا، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية، وغيرها من الدول التي تحاول إلى حد الساعة الإلتحاق بركب صناعة الصكوك الإسلامية، في حين لا تزال هذه الصناعة تتركز في دول الخليج وماليزيا، وتتمو بسرعة مع المؤسسات المشاركة من قبل شركات خاصة ومؤسسات الدولة والحكومات ذات السيادة، والمؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات الدولية أيضاً من

غير الإسلامية، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال النتائج المحققة في الفترة ما بين 2005 و 2010م، حيث وصل عدد الدول المصدرة للصكوك في هذه الفترة إلى 16 دولة.

الشكل رقم (1، 2) : يوضح الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد للفترة 2010-2005م



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

نلاحظ من خلال الشكل البياني رقم (1، 2) للفترة (2010-2005م) المبين أعلاه، أن ماليزيا دولة رائدة وتتصدر دول العالم في صناعة الصكوك الإسلامية، وكان تفوقها واضحاً في كل سنوات الفترة (2005 - 2010م)، فقد إنبتق منها ما نسبته 59% من إجمالي إصدارات الصكوك (بحسب العدد)، وقيمة مقدارها حوالي 110 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 56% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك في تلك الفترة، ولا شك أن الخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي قد ساعدها كثيراً في الحصول على قصب السبق في هذا المضمار.

وفي نفس الفترة إنبتق عن دول مجلس التعاون الخليجي ما نسبته 15% من إجمالي الصكوك الصادرة عالمياً (بحسب العدد)، بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 57 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 29% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة في تلك الفترة (2010-2005م)، احتلت الإمارات العربية المتحدة الصدارة من بين دول مجلس التعاون الخليجي من حيث قيمة الصكوك المصدرة والمرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا، حيث بلغت قيمة إصدارات صكوكها الإسلامية في تلك الفترة إلى ما يزيد عن 30 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 15% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية، وقد استطاعت الإمارات العربية المتحدة أن تقلب الفارق بينها وبين صاحبة السبق (ماليزيا) في تصدر سوق الصكوك الإسلامية قبل تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م، وحافظت على ترتيبها العالمي في عام 2008م، ومع وجود تراجع عالمي في حجم وعدد إصدارات الصكوك الإسلامية في جميع الدول المصدرة للصكوك الإسلامية، مقارنة بعام 2007م، خاصة في الربع الرابع من عام 2008م نتيجة لنداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، وفي السنتين المواليين (2009م و 2010م) للأزمة المالية العالمية 2008م، لعبت الإمارات دوراً أقل أهمية مما كانت عليه في سوق صناعة الصكوك الإسلامية في السنوات الماضية، وقد تسبب النقص العالمي في السيولة، وتبعته مشاكل تعثر بعض الإصدارات نتيجة لأزمة الديون العقارية في العالم الغربي، حيث كان واضحاً تأثر الإمارات العربية المتحدة بالأزمة المالية العالمية 2008م، كونها أكثر إنفتاحاً وإنكشافاً على الخارج في المنطقة، إضافة إلى الدورة التصحيحية التي شهدتها السوق العقارية في إمارة دبي، وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الصكوك، أدت هذه المشاكل مجتمعة إلى إحسار النمو في إصدارها، وتعميق

فارق قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية بينها وبين ماليزيا، وتخالفها عن الترتيب العالمي في عام 2010م، إلا أن ضخامة قيمة إصداراتها قبل الأزمة المالية العالمية 2008م جعلها تحتل المرتبة الثانية عالمياً من حيث قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة في الفترة (2005-2010م).

وجاءت جمهورية السودان في المرتبة الثالثة عالمياً، من حيث قيمة الصكوك المصدرة التي تزيد قيمتها عن 18 مليار دولار أمريكي، والتي تمثل ما نسبته 9% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك في تلك الفترة، تليها المملكة العربية السعودية في المرتبة الرابعة، حيث بلغت قيمة إصداراتها حوالي 15 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 8% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك. هذا من حيث حصص الدول من قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً، أما من حيث نصيب كل دولة من عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في تلك الفترة (2005-2010م)، نلاحظ وكما أشرنا إليه سابقاً، أن ماليزيا تصدر دول العالم في عدد الإصدارات بنسبة 59%، والتي تمثل 829 إصدار من 1410 إصدار إجمالي عدد إصدارات الصكوك الإسلامية حول العالم خلال الفترة (2005-2010م)، تليها في المرتبة الثانية البحرين بنسبة 11% والتي تعكس ما عدده 149 إصدار، ثم غامبيا في المرتبة الثالثة بنسبة 8% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً (من حيث العدد) في تلك الفترة، وحلت اندونيسيا والسودان في المرتبة الرابعة بنسبة 5% من إجمالي عدد إصدارات الصكوك حول العالم في الفترة (2005-2010م)، وبذلك تعد البحرين ثم غامبيا أكثر الدول إصداراً للصكوك بعد ماليزيا بالطبع، ويرجع ذلك أن البنك المركزي في كليهما يصدر عدداً متتابعاً ومنظماً من صكوك السلم، وكان الهدف من هذه الإصدارات إمتصاص السيولة الزائدة عن البنوك.

وعليه يمكن أن نستنتج أن سوق الصكوك الإسلامية لا يزال فعلاً يرتكز في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي ثم السودان، مع ظهور غامبيا واندونيسيا كسواق نشطة للصكوك الإسلامية، من حيث العرض (عدد إصدارات الصكوك). ومن جهة أخرى يتوقع الكثير من الخبراء في الصناعة المالية الإسلامية أن تشهد السنوات القادمة دخول لاعبين جدد، فضلاً عن مصدرين جدد في دول عدة يستهدفون الاستفادة من سوق الصكوك الإسلامية، الأمر الذي يعزز الطلب على هذا المنتج المالي الشرعي الآخذ في النمو في وقت تسعى فيه دول إسلامية وأوروبية إلى الاستفادة من نمو هذه الصناعة الحديثة، سواءً عن طريق إصدار لوائح تنظيمية أو البدء في الطرح بالأسواق.

ثالثاً- إصدارات الصكوك بحسب العملة خلال الفترة (2005-2010م):

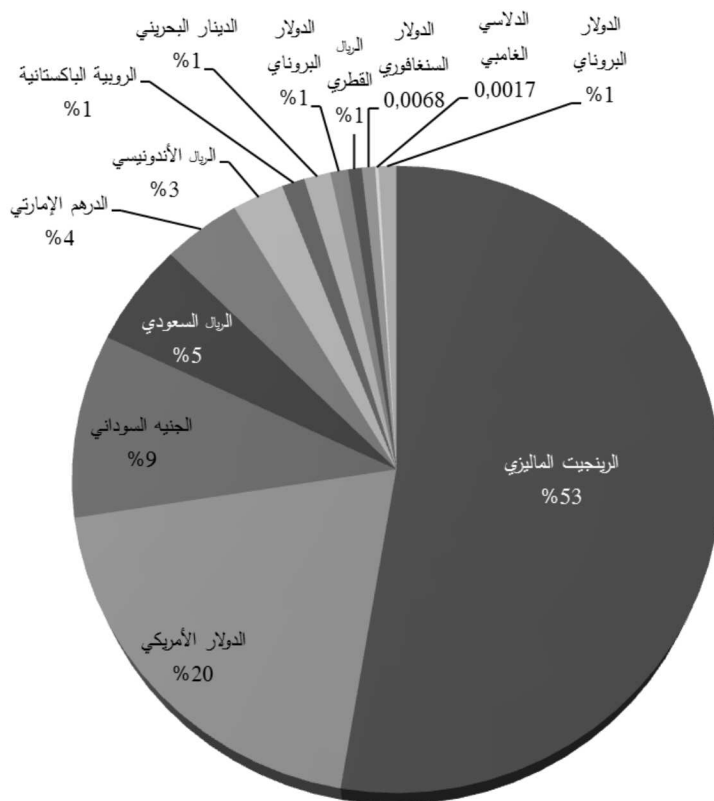
تشير الدراسات والأبحاث المختصة في صناعة التمويل الإسلامي، أن الإتجاه في عملة إصدار الصكوك بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، تميل صوب عملات معينة، في حين أن سوق الصكوك الإسلامية عالمياً بطبيعته، إلا أن نشاط الدول تأثر بعملات الإصدار، وحسب الشكل رقم (1، 3) الموضح أدناه بيان لإصدارات الصكوك بحسب العملة للفترة (2005-2010)، ونحاول إستخلاص ما يلي:

يلاحظ من خلال هذه النتائج بوضوح سيطرة الرنجيت الماليزي على إصدارات الصكوك خلال تلك الفترة، بقيمة تزيد عن 102 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 53% تقريباً من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب العملة، ويرتبط ذلك بالإصدارات السيادية المستمرة من قبل بنك ماليزيا المركزي (بنك نيجارا ماليزيا)، بالإضافة إلى الإصدارات العادية من قطاع الشركات، وكذا برامج إصدارات دول الخليج في ماليزيا بالعملة المحلية الماليزية، نظراً للدور القيادي لماليزيا في أسواق رأس المال الإسلامي الذي يضمن وجود شكل من أشكال الجذب للشركات الأجنبية لبيع الصكوك الخاصة بها هناك.

أما العملة التي تحظى بثاني أكبر حصة من الإصدارات خلال تلك الفترة، فهي الدولار الأمريكي بنسبة 20% من قيمة إصدارات الصكوك بحسب العملة، ويرجع السبب في ذلك إلى هيمنة الدولار الأمريكي على إصدارات الصكوك في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م، نظراً للعدد الكبير من الإصدارات الدولية وأفضلية مصدري الصكوك التابعين

لمجلس التعاون الخليجي في التمويل بعملة الدولار الأمريكي، حيث وصل إصدار الصكوك بالدولار الأمريكي في عام 2007م إلى 40% من الحجم الإجمالي لإصدارات الصكوك، إلا أن حصة الدولار الأمريكي تنوعت تنوعاً كبيراً في السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث فقد الدولار الأمريكي مكانته كخيار لإصدار الصكوك، وأعطت إصدارات الصكوك قوة كبيرة لعملات الدول الإسلامية، وساهمت في الحد من سيطرة الدولار على مفاصل الحياة الاقتصادية في المنطقة الإسلامية والعربية بشكل خاص، إلا أن عدد وضخامة حجم إصدارات الصكوك بالدولار الأمريكي في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م، جعلت حصة الدولار الأمريكي يحتل المرتبة الثانية عالمياً من بين عملات إصدارات الصكوك في الفترة (2005-2010م)،

الشكل رقم (1، 3): نسبة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً بحسب العملة للفترة (2005-2010م)



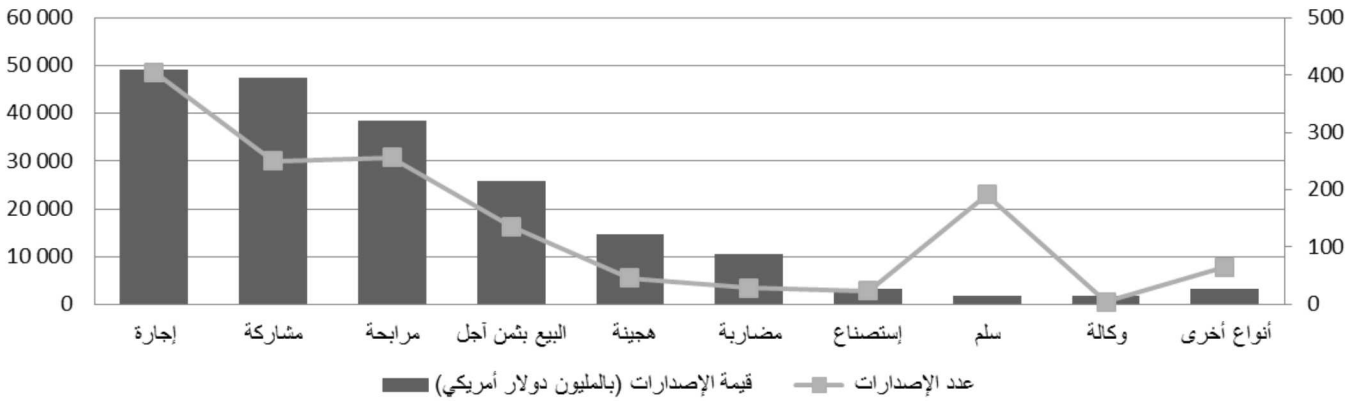
المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

ويشير الوضع الحالي إلى إستمرارية تراجع مكانة الدولار الأمريكي كخيار لإصدارات الصكوك، أما العملة التي تحظى بثالث أكبر حصة من الإصدارات أي بما نسبته 9% من الإصدارات في الفترة (2005-2010م)، فهي الجنيه السوداني، والذي شهد نمواً مستمراً على إمتداد فترة الأعوام الثلاثة الماضية. يليه الريال السعودي في المرتبة الرابعة بنسبة 5% من إصدارات الصكوك، ثم الدرهم الإماراتي في المرتبة الخامسة بنسبة 4%، وقد تنوعت حصة الدرهم الإماراتي تنوعاً كبيراً خلال سنوات تلك الفترة، وإستثناء الإصدارات بالدرهم الإماراتي بنحو ثلث (30%) جميع إصدارات الصكوك في العالم عام 2007م، وبهذه النتيجة إستطاعت الإمارات العربية المتحدة أن تقلص الفارق بين صاحبة السبق في تصدر سوق الصكوك الإسلامية، وكانت بذلك ثاني أكبر سوق صكوك إسلامية بعد ماليزيا والأولى خليجياً، يليه في المرتبة السادسة الريال الأندونيسي بنسبة 3%، وتوزعت باقي النسبة (6%) على باقي العملات الأخرى بنسب متقاربة تقريبا.

رابعاً- إصدارات الصكوك حسب النوع (هيكل الإصدار):

عموماً لا تخرج إصدارات الصكوك عن واحدة من العقود الرئيسية كالإجارة والمرابحة والسلم والمضاربة والإستصناع والوكالة بالإستثمار مع وجود صيغ أخرى للصكوك تختص دول معينة بإصدارها ، ويعود التباين في شيوع أو إنتشار صيغ الصكوك الإسلامية من دولة إلى أخرى إلى عدم وجود معايير موحدة تتوافق مع الضوابط الشرعية، حيث تضطلع لجان مراقبة الإلتزام بالضوابط الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بمسؤولية تحديد ما هي صيغ الصكوك الإسلامية التي تعتبر شرعية، وتتمتع في مختلف الدول بحرية كبيرة في الوصول إلى رأيها النهائي في ظل عدم وجود معايير متعارف عليها عالمياً، وتتبنى بعض الدول في الواقع خطأ متحفظاً في تفسيرها للشرعية ، بينما يتحلى البعض الآخر بقدر من المرونة ما يقود إلى عدم إتفاق بشأن الصيغ التي تعتبر متوافقة مع الشرعية الإسلامية، فعلى سبيل المثال يعتبر إصدار صكوك بيع العينة في معظم الدول العربية الإسلامية غير متوافقة مع الضوابط الشرعية إستناداً إلى آراء جمهور الفقهاء في تحريم بيع العينة، بينما نجد في ماليزيا جواز التعامل مع بيع العينة وكذا بيع الدين في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول، لاسيما إصدار صكوك بيع بالثمن الآجل والمرابحة، حيث يرى بعض الفقهاء والمختصين في صناعة الصكوك الإسلامية أن الإصدارات الأولى في ماليزيا كانت تؤكد إنحرافها عن القواعد الشرعية، حيث بدأت في الغالب مبنية على بيع العينة المحرمة وبيع الدين- وقيل لتبرير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيع العينة والديون- هذا ما تسبب في أن الصكوك الماليزية لم تستطع أن تحصل على قبول دولي في الدول الإسلامية، وإقتصرت تداولها على الأسواق المجاورة وأسواق الدول الغربية ، هذا من ناحية أنواع الصكوك التي تصدر في دول العالم، ورجوعاً إلى أحج امها وأعداد إصداراتها، فقد تفاوتت حجم (قيمة) أنواع الصكوك المصدرة في الفترة ما بين (2005 و 2010م)، إذ لم تصدر معظمها بنسب متقاربة فهناك أنواع تزدهر وأنواع تندثر، وحسب ما هو موضح في الشكل رقم (1، 4) المبين أدناه، كانت نتائج تلك الفترة كما يأتي:

الشكل رقم (1، 4): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب هيكل (نوع) الإصدار للفترة 2005-2010م



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

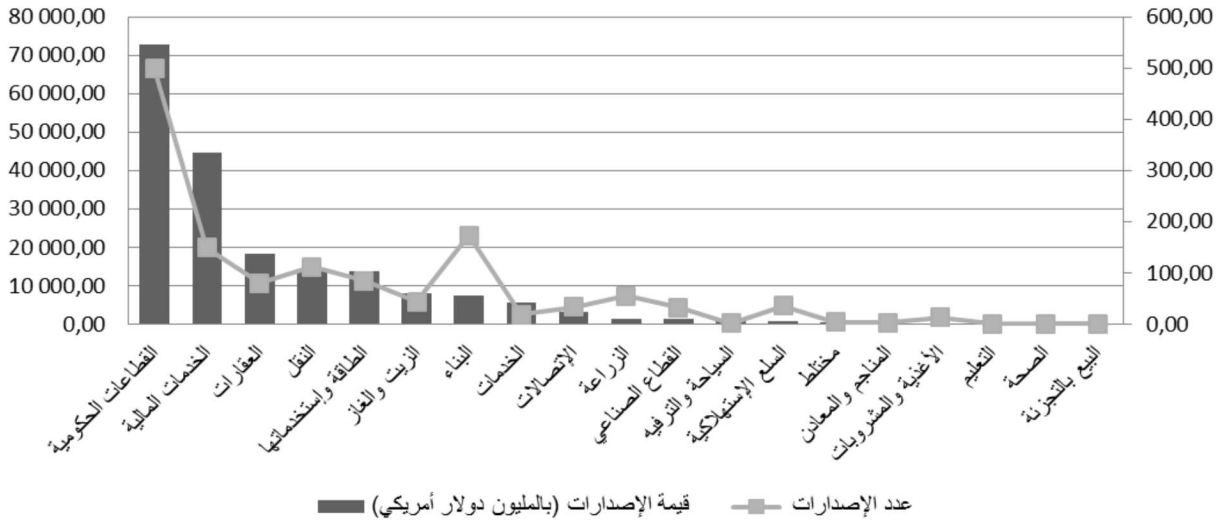
تسيطر هيكل الإجارة على إصدارات سوق الصكوك الإسلامية بإعتبارها الأسلوب المفضل لدى الجهات المصدرة وبفضل إقبال المستثمرين عليها نظراً لعائدها المضمون والمستقر نسبياً لحملة الصكوك مقارنة بالصكوك الأخرى من جهة، ولسهولة هيكلتها وموافقته للشرعية الإسلامية من دون جدل يذكر من جهة أخرى، فبعض الهيكلية أثارت جدلاً فقهيّاً خلال الأعوام القليلة الماضية قلص حصتها من الإصدارات، فقد بلغت حصة إصدارات صكوك الإجارة خلال الفترة (2005-2010م)، ما نسبته 25% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب النوع خلال تلك الفترة بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 50 مليار دولار أمريكي، ويرجع ذلك إلى حجم قيمة وضخامة الإصدارات، وكذا سيطرة هيكل الإجارة على إصدارات الصكوك بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، ولا سيما بعد تصريحات بعض العلماء بأن 85% من صكوك المشاركة والمضاربة غير

شرعية، حيث كانت صيغ المشاركة الأكثر شيوعاً من حيث القيمة في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م، وقد تجاوز عدد إصدارات صكوك الإجارة 400 إصدار، والذي يعتبر الأعلى مقارنة بعدد إصدارات أنواع الصكوك الإسلامية الأخرى خلال الفترة (2005-2010م)، في حين تحتل صكوك المشاركة الصيغة الثانية عالمياً لهيكل إصدارات الصكوك في تلك الفترة، بنسبة 24% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب النوع، والتي بلغت قيمتها حوالي 47 مليار دولار أمريكي لحوالي 250 إصدار، ويرجع ذلك وبشكل أساسي إلى الإصدارات الحكومية السودانية المتتالية بصيغة المشاركة والمتمثلة في صكوك شهامة، إلا أن الدول الأخرى الحاضنة لهذه الصناعة تراجعت إصداراتها بهذه الصيغة، رغم أنها كانت المهيمنة على إصدارات الصكوك قبل الجدل الفقهي حولها وبالإضافة إلى تبعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م. والتي غيرت وجهة نظر المستثمرين والمصدرين حول الصيغ الأكثر قبولا في إصدارات الصكوك الإسلامية، وجاءت في المرتبة الثالثة الصكوك الصادرة على أساس المرابحة بنسبة 20% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك بحسب النوع لهيكل الإصدار، بقيمة إجمالية وصلت لحوالي 38 مليار دولار أمريكي، وتليها في المرتبة الرابعة صكوك البيع بثمن أجل بنسبة وصلت إلى حوالي 13% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك بحسب النوع في تلك الفترة والتي تعكس ما يقارب 26 مليار دولار أمريكي، وتجدر الإشارة إلى نقطة مهمة، بإعتبار أن صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن أجل كنوع واحد والإختلاف يكمن في أجل الإستحقاق، فهذا تحتل صكوك المرابحة الصدارة من حيث قيمة وعدد الإصدارات حيث تقدر القيمة الإجمالية بحوالي 64 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 33% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب النوع في تلك الفترة، وهو ما يلاحظ أن هناك إرتفاع في إصدارات صكوك المرابحة، وهذا مخالف لتوجيهات وتوصيات المجامع الفقهية والهيئات الشرعية، حيث أجاز مجمع الفقه الإسلامي في القرار رقم (05) لدورته الرابعة المنعقدة في عام 1988م إمكانية تصكيك عقود مثل المرابحة والإستصناع، ولكن في أدنى الحدود الممكنة وبصفة إستثنائية، وذلك أخذاً في الإعتبار الظروف الواقعية التي يمر بها التمويل الإسلامي، وما قد تستلزمه عمليات التصكيك من إعادة هيكلة حزمة الأصول المالية المساندة للصكوك بمرونة.

أما عن باقي النسب المئوية من حيث القيمة (حوالي 18%) توزعت على باقي أنواع الصكوك الإسلامية الصادرة على أساس صيغ التمويل الإسلامية الأخرى (المضاربة، السلم، الإستصناع، الوكالة، والهجينة وبيع العينة والديون)، حيث كانت الصكوك الهجينة (المبينة على أكثر من صيغة) وصكوك المضاربة الأعلى من حيث القيمة في تلك المجموعة وصلت إلى حوالي 8% و 6% على التوالي، أما صكوك السلم والإستصناع والوكالة، وصكوك بيع العينة والديون فكانت متقاربة وثنائية مقارنة بالحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك خلال الفترة (2005-2010م)، أما من حيث العدد تأتي كما ذكر سابقاً صكوك الإجارة ثم صكوك المرابحة وبعدها صكوك المشاركة تليها صكوك السلم ثم صكوك البيع بثمن أجل بالنسب التالية: 30% و 19% و 18% و 14% و 10%، من العدد الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك خلال الفترة (2005-2010م).

خامساً- إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات وجهات الإصدار ومستوى سوق الإصدار: بالنسبة لإصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات، تشير الدراسات والأبحاث والتقارير المختصة في صناعة التمويل الإسلامي خلال الفترة (2005-2010م)، وكما هو موضح في الشكل رقم (1، 5) المبين أدناه، يظهر أن القطاع الحكومي الأضخم من حيث حجم وعدد الإصدارات مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة فيه حوالي 73 مليار دولار أمريكي بنسبة بلغت حوالي 37% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب القطاع، ويليه قطاع الخدمات المالية بقيمة حوالي 45 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 23% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك خلال تلك الفترة.

الشكل رقم (1، 5) : إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات للفترة 2005-2010م

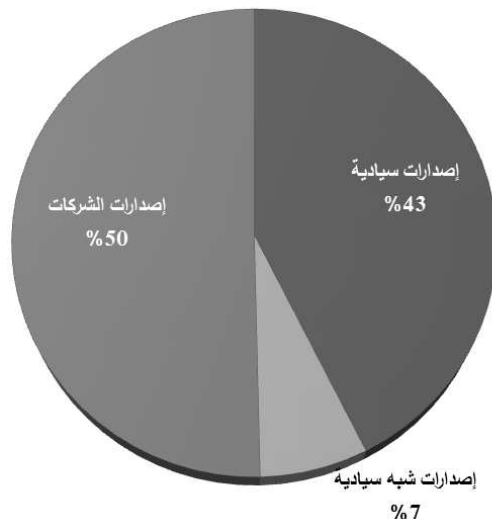


المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

وقد حظى قطاع العقارات بالمرتبة الثالثة عالمياً من حيث قيمة إصدارات الصكوك حسب القطاع بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 18 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 9% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة حسب القطاع خلال الفترة (2005-2010م)، إلا أن هذا القطاع (العقارات) شهد المساهمة الأكبر واحتل المرتبة الأولى في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، ويعد الأزمة وجهت الحكومات إصداراتها أكثر للبنية التحتية، والتي كانت معظمها لقطاع العقارات - والذي شهد تراجعاً قوياً نتيجة أزمة الرهن العقاري وما سببته من إنهيار سوق العقار السبب المباشر في تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م-.

وفيما يخص جهات الإصدار، وحسب تقارير نشرتها الوكالات المختصة في صناعة التمويل الإسلامي، وحسب ما هو مبين من نتائج في الشكل رقم (1، 6)، نشير إلى ما يلي:

الشكل رقم (1، 6): نسبة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهة الإصدار للفترة (2005-2010م)



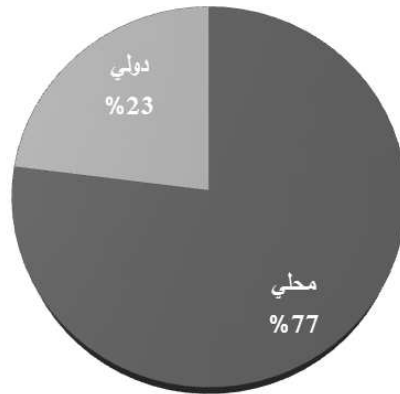
المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

إستحوذت وتصدرت صكوك الشركات عمليات الإصدار لهذه الفترة من حيث القيمة والعدد، إذ بلغت قيمتها حوالي 100 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 50% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك من حيث جهة الإصدار، والبالغ

عددها 748 إصدار والذو يمثّل ما نسبته 53% من العدد الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك خلال تلك الفترة، ويرجع ذلك وبشكل أساسي إلى ضخامة قيمة وعدد إصدارات الصكوك في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، والتي انعكست على نتائج الفترة (2005-2010م) والذي لا يعبر عن واقع حجم (عدد وقيمة) الإصدارات بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث أفسحت الأزمة المالية العالمية المجال للكليات الحكومية (السيادية) على حساب الشركات، وكانت الصكوك التي أصدرتها الحكومات هي الأكبر من حيث القيمة والعدد في السنوات الأخيرة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م، وبات المستثمرون أقل ثقة بالقطاع الخاص كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، إلا أنه وحسب الشكل رقم (1،6) والمبين أعلاه احتلت الجهات السيادية المرتبة الثانية عالمياً وبلغت قيمة الصكوك المصدرة فيها حوالي 84 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 43% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار في الفترة 2005-2010م، تليها في المرتبة الأخيرة إصدارات المؤسسات ذات الصلة بالجهات الحكومية والتي عادةً ما يطلق إسم (الجهات شبه السيادية) بقيمة إجمالية بلغت حوالي 14 مليار دولار أمريكي، أي تمثل ما نسبته 7% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار خلال الفترة (2005-2010م).

أما عن مستوى الإصدارات في سوق صناعة الصكوك الإسلامية خلال هذه الفترة، وحسب ما هو موضح في الشكل رقم (1،7)، الموضح أدناه:

الشكل رقم (1،7): نسبة قيمة إصدارات الصكوك بحسب مستوى السوق للفترة 2005-2010م

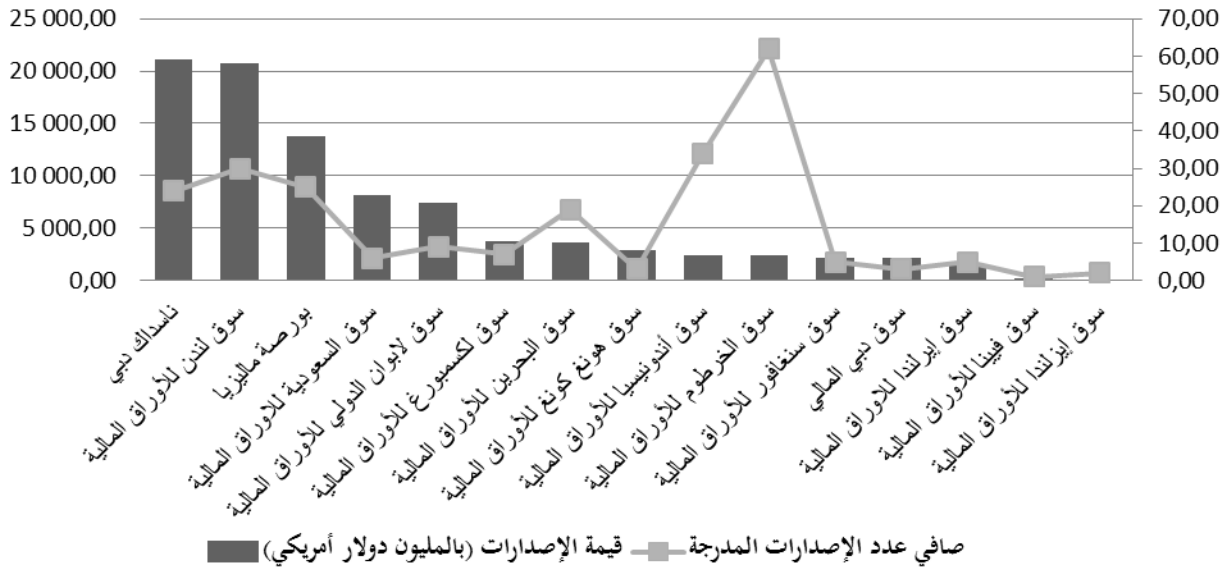


المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

يلاحظ أن أغلبية الإصدارات كانت محلية بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 153 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 77% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب مستوى السوق في هذه الفترة والبالغ عددها حوالي 1290 إصدار، وهو ما يمثل حوالي 91% من إجمالي عدد إصدارات الصكوك حسب مستوى السوق، أما عن حجم الإصدارات الدولية فكان ضئيلاً مقارنة بالإصدارات المحلية، حيث بلغ حوالي 23% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب مستوى السوق خلال تلك الفترة، لحوالي 125 إصدار بلغت نسبته ما يقارب 9% من العدد الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك بحسب مستوى سوق، وقد ساهم في تعميق الفارق بين الإصدارات المحلية والإصدارات العالمية، هو أن إصدارات الصكوك الإسلامية أصبحت أدوات تمويل محلية بشكل أساسي وتراجعت الإصدارات الدولية، على إثر أزمة الائتمان والسيولة التي ضربت العالم نتيجة تركيز مصدر الصكوك على أسواقهم المحلية، وابتعادهم عن الأسواق العالمية، حيث تتوافر السيولة وتقوى الشهية على الأدوات المتوافقة مع الشريعة، كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م.

سادساً- إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية: يلاحظ من خلال الشكل رقم (1، 8)، الموضح أدناه، ما يلي:

الشكل رقم(1، 8): صافي إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة بأسواق الأوراق المالية عالمياً للفترة 2005-2010م



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على مجموعة من المراجع

حوالي 235 إصداراً فقط، أي ما يمثل ما نسبته حوالي 16,6% من إجمالي إصدارات الصكوك للفترة (2005-2010م)، مدرجة بأسواق الأوراق المالية، ولدى سوق الأوراق الخرطوم أكبر عدد (62) إصدار من الصكوك المدرجة، في حين أن ناسداك دبي لديها أكبر قيمة للصكوك المدرجة (21 مليار دولار أمريكي)، لذلك فإن نجاح بورصة دبي العالمية (بورصة ناسداك حالياً) كإحدى أكبر البورصات في العالم من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها، يعكس إتجاهها نحو تحقيق إستراتيجيتها الهادفة إلى جعل مركز دبي العالمي مقراً عالمياً للخدمات المالية الإسلامية، وكذلك الإلتزام المتواصل للإمارات على تطوير قطاع الخدمات المالية الإسلامية.

وإحتل سوق لندن للأوراق المالية المرتبة الثانية من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها (20,7 مليار دولار أمريكي)، ومن حيث عدد إصدارات الصكوك المدرجة فيها فقد بلغ حوالي 30 إصداراً، أما صاحبة المرتبة الثالثة في مجال إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية فهي صاحبة ال سريق والرائدة في صناعة الصكوك الإسلامية بدون منازع ماليزيا، حيث تصل قيمة صكوكها المدرجة في بورصة ماليزيا إلى حوالي 14 مليار دولار والتي تمثل 25 إصدار، وهو ما يدل على أن عدد الصكوك المدرجة في السوق المالي ضئيلاً جداً مقارنة مع حجم إصدارتها والبالغ عددها خلال الفترة حوالي 829 إصدار¹.

¹ بالاعتماد على مجموعة من المراجع: المنصة العالمية لرصد الصكوك "زاوية" -zawya sukuk monitor- متاح على الرابط: www.zawya.com/middle-east/sukuk/sukuk.printcf east، تاريخ الزيارة: 2011/03/21م، و: Sukuk quarterly bulletin, issus (1Q-4Q2009,1Q-4Q2010)، متاح على الرابط: www.zawya.com/middle-east/sukuk، تاريخ الزيارة: 2011/03/21، وتقرير بعنوان: 2010 year in review, zawya sukuk monitor، متاح على الرابط: www.zawya.com/middle-east/sukuk، تاريخ الزيارة 2011/04/01، وتقرير بعنوان: zawya, collaborative sukuk report-an agenda setting study for the growth and development of the global sukuk industry, 2009, visite :www.zawya.com/sukuk 20/03/2011, p88-120 وعمار عودة، إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم"، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25/05/2010م، ص4-9. و مقال بعنوان: سوق الصكوك الإسلامية تتجاوز 1,2 تريليون دولار في 2012م، المجلة المصرفية الإسلامية، العدد24، الصادر بتاريخ:2011/04/01، بتصرف، متاح على الرابط: http://www.almasrifiah.com/2011/04/01/article-522939. وتقرير: A comprehensive International Islamic Financial Market, study of global sukuk market, sukuk report 2^{eme} Edition, Manama, Kingdom of Bahrein, May 2011, p7-16، والتقارير السنوية لبنك السودان المركزي، من 2005 إلى 2010م.

بناءً على ما ورد حول وضع سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2005-2010م)، يبدو أن سوق الصكوك الإسلامية في طوره لتحقيق إنتعاش كبير في السنوات المقبلة، تتجاوز ما تم تحقيقه عامي 2007 و 2010م، وبالنظر إلى النتائج الإيجابية التي حققتها الصناعة المالية الإسلامية خلال السنوات القليلة الماضية بشكل عام، وإستمرار إزدهار هفي عام 2011م بشكل خاص، وإذا كان عام 2007م يمثل البداية الحقيقية القوية لإصدار الصكوك الإسلامية عالمياً، وكان عام 2010م بمثابة العودة القوية لسوق الصكوك والذي عانى بسبب الأزمة المالية العالمية 2008م، يعتبر عام 2011م مميزاً ويمثل إنطلاقة غير مسبوقة في صناعة الصكوك الإسلامية، تعكسه النتائج المحققة، حيث تجاوزت قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية 85 مليار دولار أمريكي، وهو ما يستدعي مزيداً من التفاؤل حول مستقبل هذه الصناعة، ولذلك يتوقع أن يتجاوز سوق الصكوك الإسلامية 1,2 تريليون دولار في عام 2012م¹.

المطلب الثاني: أسباب وآثار إخفاق (تعثر) بعض إصدارات الصكوك الإسلامية

واجهت الصيرفة الإسلامية تحديات غير مسبوقة ولأول مرة في تاريخها نتيجة سلسلة عمليات تعثر وعجز عن السداد لبعض مصدري الصكوك شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية وبصفة خاصة في السنوات الأخيرة، ونحاول من خلال هذا المطلب توضيح ما الذي يعنيه إخفاق الصكوك ويناقد بعض الحالات الأخيرة لإخفاقات الصكوك مع توضيح الأسباب الأساسية لهذه الإخفاقات.

أولاً- تعريف إخفاق الصكوك الإسلامية: نحاول من خلال ما يلي تعريف إخفاق (تعثر) الصكوك الإسلامية من ثلاثة نواحي:

- 1- من الناحية المالية: من وجهة النظر المالية فإن إخفاق الصكوك يعني عموماً عدم قدرة المصدر على سداد أي من الدفعات (العوائد الدورية) الواجبة على الصكوك عندما يحين أجل تسديدها (إستحقاقها).
- 2- من ناحية الشريعة الإسلامية: في الوقت الحالي، لا يبدو أن هناك تعريفاً محدداً لإخفاق الصكوك من منظور الشريعة الإسلامية، ومن الناحية النظرية، فإن إخفاق الصكوك ربما لا يكون وارداً مع وجود أصول مملوكة لحاملي الصكوك يتم دفع العوائد لهم من مكاسبها، غير أن التعثرات الأخيرة للصكوك أثبتت غير ذلك ومن ثم فإن علماء الشريعة مطالبون ليؤصلوا مفهوم إخفاق الصكوك من وجهة النظر الفقهية.
- 3- من حيث الممارسة السوقية الفعلية: إخفاقات الصكوك التي حدثت في السوق تضمنت إخفاق المصدر بالسداد، ومن ثم السعي لتأجيل الإلتزامات، أو القيام بإعادة هيكلتها، أو الدخول في مفاوضات أو حتى منازعات قضائية مع حاملي الصكوك، ومن بين الإخفاقات الحالية كان هناك عدد من الصكوك المتعثرة في السنوات القليلة الماضية وتعتبر الحالات الأولى في صناعة الصكوك الإسلامية. والجدول التالي يوضح هذه الحالات:

جدول رقم (1، 3): حالات الإخفاق الحالية لإصدارات الصكوك الإسلامية للفترة (2008-2010م)

الإسم	المبلغ	الدولة	نوع الإصدار	القطاع
إيست كامبرون غاز (East Cameron Gas)	166 مليون دولار أمريكي	الولايات المتحدة الأمريكية	شركات	الطاقة
لاغون سيتي صكوك (Lagoon City Sukuk)	200 مليون دولار أمريكي	الكويت	شركات	عقارات

.../...

¹ بالاعتماد مقال بعنوان: سوق الصكوك الإسلامية تتجاوز 1,2 تريليون دولار في 2012م، المجلة المصرفية الإسلامية، مرجع سابق.

مختلط	شركات	الكويت	100 مليون دولار أمريكي	إنفستمنت دار صكوك (Investment Dar Sukuk)
مختلط	شركات	البحرين (شركة سعودية)	650 مليون دولار أمريكي	غولدن بيلت - 1 صكوك (Golden Belt-1 Sukuk)
عقارات	شركات	الإمارات العربية المتحدة	3.52 مليار دولار أمريكي	صكوك النخيل (Nakheel Sukuk)
الإستثمار والخدمات المالية	شركات	الكويت	200 مليون دولار أمريكي	صكوك التمويل المحدودة- المجموعة الدولية للإستثمار - IIG Funding Limited Sukuk

المصدر: عمار عودة، إخفاق/ إعسار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص10، بتصرف

وفيما يلي وصف مختصر لهذه الصكوك:

- في أكتوبر 2008م: شركة إيست كامبرون غاز للطاقة، والكائنة في تكساس، أصدرت صكوكاً قيمتها 166 مليون دولار أمريكي في منتصف عام 2006م، لمدة 13 سنة، تمنح حملة الصكوك عائداً سنوياً نسبته 11,52%، يمول من مبيعات الهيدروكربونات التي تنتجها الشركة من مكامن بحرية مقابل سواحل لويزيانا، طلبت أن تعامل وفقاً للفصل 11 للإفلاس بمقتضى قوانين الولايات المتحدة، وقد تعثرت هذه الصكوك بسبب عجز في إحتياجات النفط والغاز للشركة¹.

- في جانفي 2009م: الشركة القابضة الكويتية AREPCO، أصدرت في ديسمبر 2006م صكوك مشاركة (لاغون سيتي صكوك Lagoon city sukuk) بقيمة 200 مليون دولار أمريكي لمدة خمس (5) سنوات، وقد أخفقت الشركة في سداد مدفوعات رأسمالية نسبتها 10% على لاغون سيتي صكوك وأرسلت "إشعار بالتصفية" في مارس 2009م، ذكر فيه أنه بسبب الصعوبات التي واجهت الشركة في تعبئة الأموال وتأمين تمويل بديل، فإنها تقترح خطة لإعادة هيكلة الصكوك والالتزامات المترتبة عليها².

- في ماي 2009م، أعلنت شركة دار الإستثمار أنها أخفقت في تسديد العائد الدوري لحاملي صكوك المشاركة الصادرة في أكتوبر 2005م، والتي تبلغ قيمتها 100 مليون دولار أمريكي، ويجري حالياً النظر في خطة إعادة الهيكلة من قبل محكمة الإستئناف الخاصة بموجب قانون تعزيز الإستقرار المالي في الكويت، وفي 7 أبريل 2011م قدمت شركة دار الإستثمار واللجنة التنسيقية وهي اللجنة التي تمثل البنوك والمستثمرين خلال جلسة محكمة الإستئناف، النموذج التفصيلي للشروط الخاصة بخطة إعادة الهيكلة المالية، حيث تسلمت اللجنة التنسيقية ردوداً رسمية من 65% من إجمالي البنوك والمستثمرين، حيث صوت ما يزيد عن 80% منهم لصالح المضي في تنفيذ خطة إعادة الهيكلة المالية وهي نسبة تمثل ما يزيد عن 57% من إجمالي قيمة ديون شركة دار الإستثمار³.

¹ عمار عودة، إخفاق/ إعسار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص10

² عمار عودة، المرجع السابق، ص11، وبالاعتماد على: Zawya, sukuk Monitor, <http://www.zawya.com/middle-east/Sukuk-/searchresult>, مرجع سابق.

³ عمار عودة، المرجع السابق، ص11، وينظر إلى مقال بعنوان: 57% من دائي "الإستثمار" يوافقون على خطة إعادة الهيكلة، متاح على الرابط:

<http://www.gulfbase.com/site/interface/arabic/NewsArchiveDetails.aspx?cntr=0&n=140763>, تاريخ الإطلاع: 2011/03/07م. وبالاعتماد على: Zawya, sukuk

Monitor, <http://www.zawya.com/middle-east/Sukuk-/searchresult>, مرجع سابق.

- في نوفمبر 2009م: أخفقت مجموعة سعد السعودية للأعمال عندما لم تقم بسداد العائد الدوري الثاني لها والمستحق مرتين في السنة والمتعلق بصكوك المنافع (صكوك الحزام الذهبي 1 Golden Belt 1 Sukuk) بقيمة 650 مليون دولار أمريكي تم طرحها للاكتتاب في ماي 2007م، لمدة خمس (5) سنوات مستحقة السداد في عام 2012م، وبمعدل عائد يساوي إلى سعر العائد لليبور لستة أشهر يضاف إليه 0,85% نقطة مئوية (Libor لستة أشهر + 0,85%). وفي جويلية 2007م، تم إدراجها في بورصة البحرين، وقد بدأت مجموعة سعد تواجه صعوبات في جويلية 2009م، عندما سعت لإعادة هيكلة ديونها بعد صعوبات في السيولة قصيرة الأجل، وبعد ذلك أرسلت إشعارات بوقوع أحداث تصفية من أمين الصكوك مع وقوع مزيد من أحداث التصفية، إضافة إلى أحداث يمكن أن تشكل إنتهاكات لإتفاقيات الصكوك مثل الإجراءات القانونية المتعلقة بشركة سعد تريدينغ في إنجلترا ونيويورك.

- في نوفمبر 2009م: طلبت شركة نخيل التابعة لدبي العالمية إيقاف الدفعات المستحقة على ثلاثة من إصدارات صكوكها المدرجة، قيمتها 5,25 مليار دولار أمريكي لحين إعادة الهيكلة، ثم تجنبت بصعوبة الإخفاق بشأن صكوك تخصصها، قيمتها 4,1 مليار دولار أمريكي في أعقاب تلقيها مساعدة مالية من إمارة أبوظبي، وبهذا إستطاعت دبي أن تتفادى التعثر عن سداد العوائد الدورية لحملة صكوك نخيل العقارية، وأنفذت المصرفية الإسلامية من أكبر تعثر في تاريخها¹.

- في أبريل 2010م: ويعتبر تاريخاً آخر وضربة أخرى لسوق الصكوك الإسلامية، بعد أن إعترفت المجموعة الدولية للإستثمار الكويتية بعدم قدرتها على سداد العوائد الدورية عن صكوك المضاربة (IIS Funding Limited Sukuk)، بقيمة 200 مليون دولار أمريكي لمدة خمسة سنوات، مما أدى إلى تعليق سريع لتداول أسهم المجموعة في بورصة ناسداك دبي، وقد أعلنت المجموعة آنذاك أنها بصدد القيام بعملية إعادة هيكلة، وفي 07 فيفري 2011م، وافقت الجمعية العمومية العادية وغير العادية لشركة آجال للتمويل والإستثمار التابعة للمجموعة الدولية للإستثمار، والتي عقدت بنصاب بلغ 86,30% على تصفية الشركة، وتفويض مدير عام الشركة بإختيار مصفي، والتعاقد معه وتفويضه بكل الإجراءات اللازمة لإجراء عملية التصفية².

ثانياً- الأسباب الأساسية لإخفاقات الصكوك :

يكشف إستعراض حالات الإخفاقات الفردية للصكوك عن عدد من الأسباب أو القواسم المشتركة وراء هذه التعثرات للصكوك، ويمكن تصنيفها فيما يلي:

1- الأزمة المالية الحالية 2008م:

تعد الأزمة المالية العالمية الراهنة التي عصفت بالإقتصاد العالمي منذ أوت 2007م من أعنف الأزمات الإقتصادية بعد أزمة الكساد الكبير في عام 1929م، وتأتي خطورة وعنف هذه الأزمة كونها إنطلقت من الإقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركاً لنمو الإقتصاد العالمي³، وهناك إجماع على أن الأزمة المالية الحالية قد بدأت في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم إنتقلت إلى

¹ عمار عودة، إخفاق/ إعسار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص 11، وبالإعتماد على: Zawya, sukuk Monitor, <http://www.zawya.com/middle-east/Sukuk-> /searchresult, مرجع سابق.

² عمار عودة، راجع نفسه، ص 11

³ ابراهيم رسول هاني، كريم سالم حسين، الأزمة المالية العالمية أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، بحث مقدم "للمؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية"، جامعة الكويت، الكويت للفترة: 15-16 ديسمبر 2010، ص 2

بقيت النظام التمويلي كالعدي من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة، وتوريق الديون وظهور منتجات لا تستند إلى أصول حقيقية، والتي كان من الصعب تسعير درجة المخاطرة فيها، مما أدى إلى غموض وعدم التأكد (Uncertainty) في إتخاذ القرارات وخسائر قدرت بمليارات الدولارات، بعد سوق الرهن العقاري تداعى النظام الائتماني (Crunch Credit) وسوق الأسهم (Stocks Market)، وإنعدام الثقة بقدرة النظام الائتماني على العمل كان عاملاً مهماً¹، ومع إنهيارات أسواق القروض العقارية والأزمة المالية العالمية التي نتجت عن ذلك، وفي ظل العولمة الاقتصادية التي دخلت جميع الدول، وخلقت أعمالاً تخطت جميع الحدود، ربطت بشكل أو بآخر مصالح كثيرة يتأثر بعضها ببعض في السراء والضراء ولو بأشكال متفاوتة².

وبذلك شهد العالم نتيجة تداعيات الأزمة الائتمانية، تراجعاً كبيراً للاقتصاد العالمي وإنكماشاً عاماً لإقتصاديات الدول، وإنعدام الثقة في نفوس مستثمري أسواق المال في العالم (إنعدام الثقة على القطاع المالي)، ويلاحظ أن آثار هذه الأزمة مثل إخفاق الدائنين، وتراجع أحجام الإستهلاك والأعمال التجارية نتيجة إنخفاض الطلب لدى العملاء، وصعوبات في تعبئة موارد التمويل للنقص الكبير في منابع التمويل كلها عوامل سلبية أرخت وألقت بظلالها على الكثير من الشركات وفي قطاعات عدة من دول العالم خاصة منها الشركات التي تعمل في القطاع العقاري، ولاسيما تلك التي تعمل في قطاع الصيرفة والمالية، حيث أدت أزمة الائتمان هذه إلى إخفاق وانهيار عدد من البنوك الكبيرة³. أما بخصوص أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على الصيرفة الإسلامية بشكل عام وصناعة الصكوك الإسلامية بشكل خاص، فقد إختلف الخبراء والمختصين في الصناعة المالية ووكالات التصنيف العالمية حول مستقبل التمويل الإسلامي في المرحلة المقبلة والموالية للأزمة المالية 2008م، وكان هناك رأيان في هذه القضية.

أ- رأي إيجابي: يرى أن صناعة الصكوك الإسلامية بما لها من خصائص توفر حماية للمستثمرين فيها وتكون ملاذاً للذين تضرروا من الأزمة المالية الحالية⁴، حيث أنه وفي ظل الأزمة المالية العالمية التي تعاني منها المؤسسات العالمية، بدأت بعض البنوك والشركات الأمريكية والأوروبية بإرسال مبعوثين إلى دول الخليج العربي لجس نبض المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في أدوات موافقة للشريعة، وقد خلص عدد من تلك المؤسسات الغربية أنه نظراً لإتفاق الصكوك الإسلامية مع الشريعة وتمتعها بتصنيف ائتماني جيد، لإستنادها على أصول حقيقية فمن المفيد إصدارها لجذب الثروات الإسلامية وبالتالي تعزيز مالية هذه المؤسسات في الوقت الصعب الذي تعيشه اليوم.

وكدليل على إهتمام الأجانب بإصدار الصكوك وتسويقها في المنطقة، أطلق كل من بنك بي أن بي باريبا الفرنسي ودويتش البنك (الألماني) برامج متخصصة لإصدار صكوك إسلامية متوافقة مع المعايير الأوروبية، حيث أطلق بي أن بي باريبا إسم "الهلال" على برنامجه المخصص للعملاء، أما دويتش بنك فأسماه "المعيار"، وهذه البرامج يساعد المصدرين للوصول إلى سوق التمويل بسرعة أكبر، وقد لا تتعدى الأسبوع في بيئة عمل صعبة

¹ وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، ورقة بحث مرسله إلى المعهد العربي للتخطيط، الكويت، رقم: API/WPS/0903، متاح على الرابط: www.arab-api.org/cv/weshah- cv/weshah/wps0903.pdf تاريخ الإطلاع: 2011/03/02م، ص6

² دراسة بعنوان: ما تأثيرات الأزمة المالية العالمية على الصناعة المالية الإسلامية، التقرير الخامس، شركة سبائك للإجارة والاستثمار، الكويت، أكتوبر 2008، ص2

³ عمار عودة، إخفاق/ اعمسار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، صص11-12، بتصرف

⁴ صفية أحمد بوبكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص28

حيث نوافذ فرص التمويل قليلة¹، وأكد بنك الإستثمار الإسلامي الأوروبي أن حجم حيازة المستثمرين الأجانب من الصكوك الإسلامية وصل إلى 80% من إجمالي الإصدارات².

ب- أما الرأي الثاني (الرأي السلبي) : يرى أن صناعة الصكوك الإسلامية لا توفر حماية مطلقة من المخاوف الائتمانية التي تصيب الأسواق التقليدية فعلى الرغم أن سوق الصكوك هو سوق ائتمان يعطي أكبر قدر من الإستقرار للمستثمرين إلا أنه لا يزال يرجع إلى القدرة الائتمانية والمخاطر الائتمانية للملتزم، وبالتالي حين تكون هناك أزمة ائتمانية في السوق المالية التقليدية فيعتقد أنه سوف يكون لها تأثير تلقائي على سوق الصكوك الإسلامية³.

لذلك وفي ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة بشكل خاص ومع تفاقم حالة الركود العالمي على كافة دول العالم، يتوقع انخفاض الطلب على الأصول أو المشروعات المدعومة للصكوك، أو يمكن أن تتعثر أو تقوم بتخفيض أعمالها أو إنهاؤها ما يؤدي إلى انخفاض عوائد الصكوك وربما تحقق خسائر لحملة الصكوك الأمر الذي سيؤدي إلى تراجع الإقبال على الصكوك⁴.

وفي رأينا الذي يمكن أن يحتمل الصح أو الخطأ، فإن الرايين على صواب، كيف؟ فالصيرفة الإسلامية بشكل عام وصناعة الصكوك بشكل خاص شهدت تراجعاً قوياً بعد نمو مضطرباً في السنوات السابقة، وهو ما يظهر في الشكل رقم (1، 9)، ويرجع ذلك لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، بالإضافة إلى أسباب أخرى مترامنة مع الأزمة، ومن بين هذه الأسباب ما كان نتيجة إحدى الهزات الإرتدادية التي تبعت الزلزال الكبير (الأزمة المالية العالمية 2008م)، والتي سناحول التطرق إليها في هذا المطلب.

✓ تبرير الرأي السلبي: إن الصناعة المالية الإسلامية لا تعيش على جزيرة نائية، بل إنها تشكل جزء لا يتجزأ من المنظومة الإقتصادية العالمية، وهي معرضة كغيرها لهزات قد تكبر أو تصغر وفق تصرفات صناع القرار، فمن نافل القول أن لإنهيار أسواق المال الأمريكية والأوروبية والآسيوية ولتباطؤ الإقتصاد العالمي حيث ينحصر بين طلب شديد البطء في كثير من الإقتصاديات المتقدمة وتضخم متصاعد في جميع أنحاء العالم لاسيما الإقتصاديات النامية، تأثيراتها السلبية على الصناعة المالية الإسلامية، إذ تتعرض لمخاطر السوق والائتمان والسيولة والتشغيل والغطاء القانوني بالقدر نفسه الذي تتعرض له نظيرتها التقليدية، وتعاني هذه الصناعة الفتية النامية من ضعف أدوات القياس ووسائل الرقابة الداخلية على المخاطر فضلاً عن عدم إمتلاكها أدوات لإدارة المخاطر بشكل كاف، ويعتمد النمو في هذه الصناعة بدرجة كبيرة على الطريقة التي تتعامل بها المؤسسات التقليدية مع المخاطر⁵.

وقد واجه سوق الصكوك الإسلامية أحد أنشط وسائل التمويل في الصناعة المالية الإسلامية، كغيره من أسواق التمويل صعوبات كبيرة في أواخر عام 2008م، كان من أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م وإرتفاع تكلفة الإقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء إنهيار أسعار الأصول العقارية⁶، وإنتقال تبعات أزمة الضائقة الائتمانية من المنتجات والأدوات المالية التقليدية إلى الصكوك، منها تراجع عوائد الصكوك الإسلامية

¹ دراسة بعنوان : هل يعود سوق الصكوك للانعاش في النصف الثاني من 2009م؟، التقرير الشهري، سبائك الإجارة والاستثمار، ماي 2009، الكويت، ص4

² عبد الحي يوسف، 80% من حاملي الصكوك غير مسلمين شهد طفرة إصدارات لا سابق لها، تاريخ المقال 2006/10/23، متاح على الرابط

www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/.../525252.txt، تاريخ التصفح: 2011/04/24

³ صفية أوبوكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص29

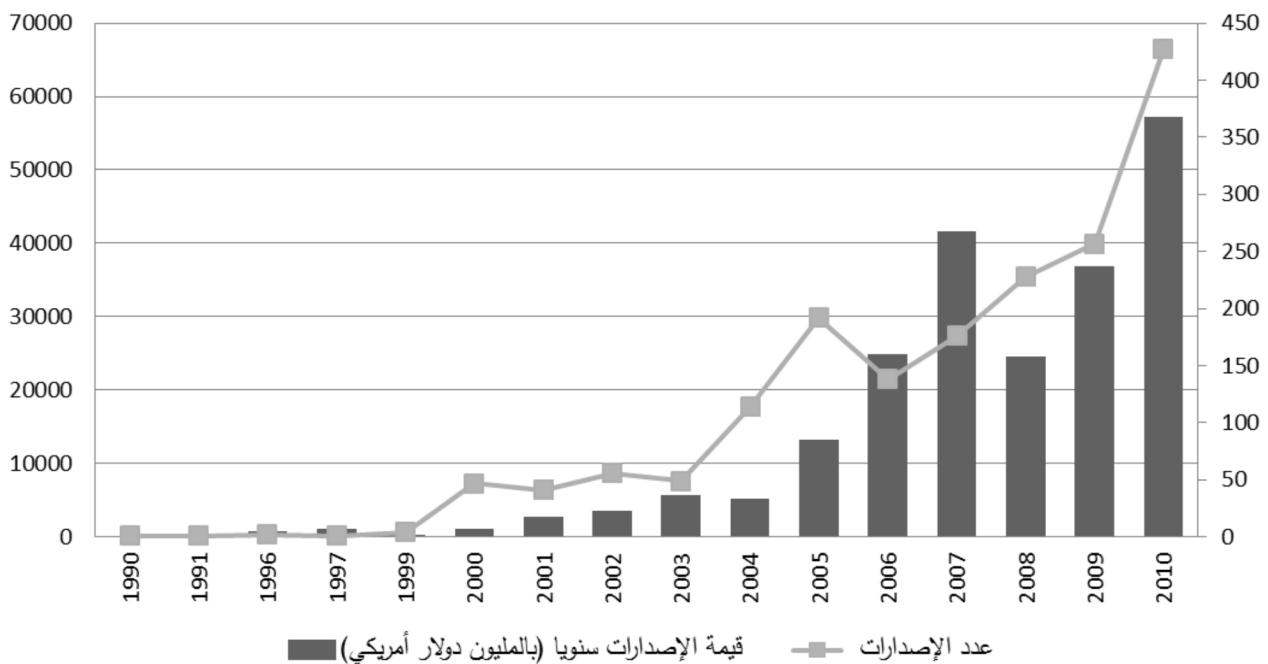
⁴ كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، مرجع سابق، ص27

⁵ دراسة بعنوان : ما تأثيرات الأزمة المالية على الصناعة المالية الإسلامية، التقرير الخامس، شركة سبائك للإجارة والاستثمار، مرجع سابق، ص2، بتصرف

⁶ عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة بحث مقدمة إلى "المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دمشق، سوريا، جوان 2009م، ص36

وخاصة العالمية منها لإتخاذه معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها، كذلك تجنب الإستثمار في أسواق الدخل الثابت من بينها سوق الصكوك الإسلامية وتخوف من أن تكون الأصول الحقيقية التي تم إصدار الصكوك لتمويلها تعاني فقاغة قد تتفجر¹. ما أدى إلى تراجع هذه الصناعة في الدول المختلفة، ويعتبر أول تراجع في حجم إصداراتها، فمن نمو كبير بلغ حوالي 68% عام 2007م يعكس ما قيمته 41,4 مليار دولار تقريباً، تراجع في عام 2008م بأكثر من 40% إذ بلغ حوالي 24,6 مليار دولار أمريكي، والذي كان من المقدر له متابعة النمو خلال الأعوام 2008، 2009، 2010م، لكن ظروف الأزمة حالت دون ذلك.

الشكل رقم (1، 9): يوضح إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة (1990-2010م)



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على مجموعة من المراجع

وقد أظهر حصاد صناعة الصكوك في عام 2008م أن أكبر إنخفاض في حجم إصدارات الصكوك كان من نصيب دولة الكويت بنسبة 77,2% عن معدلها في 2007م والتي بلغت إصداراتها حوالي 835 مليون دولار أمريكي بينما بلغت في 2008م ما قيمته 190 مليون لإصدار وحيد، تلتها السعودية بإنخفاض بلغ 67,23%، حيث بلغت قيمة خمسة إصدارات إجمالي ما أصدرته المملكة العربية السعودية في عام 2007م حوالي 5,7 مليار دولار، أما في عام 2008م وصل إجمالي إصداراتها حوالي 1,87 مليار دولار أمريكي، أما الإمارات العربية المتحدة المتصدر التقليدي لسوق الصكوك الإسلامية في الخليج العربي، فقد تراجعت إصداراتها في عام 2008م مقارنة بعام 2007م إلى ما يزيد عن 50%، وفي البحرين وصلت نسبة تراجع إصدارات الصكوك إلى حوالي 34%، وبصفة عامة فقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي إنخفاضاً في إصدارات الصكوك عدا قطر والتي بقي حجم إصداراتها لعام 2008م بنفس مستوى عام 2007م. كما لم تتراجع إصدارات الصكوك الإسلامية الحكومية في السودان، أيضاً فقد سجلت إرتفاع بلغت نسبته ما يزيد عن 10,5% مقارنة بعام 2007م، وبلغت قيمتها ما يقارب 3,8 مليار دولار

¹ مقال بعنوان: السندات الإسلامية الأفضل رغم الهبوط، المجلة المصرفية الإسلامية، العدد 1، الصادر بتاريخ: 16-05-2009، متاحة على الرابط:

www.almasrifiah.com/2009/05/16/article;230161-htm ، تاريخ الزيارة: 2011/03/03. وينظر إلى الدراسة بعنوان: هل يعود سوق الصكوك للانتعاش في النصف الثاني من 2009م،

التقرير الشهري، سبائك الإجارة والاستثمار، مرجع سابق، ص4.

أمريكي، بينما أصدرت في عام 2007م ما قيمته 3,4 مليار دولار أمريكي، وبهذا تعتبر السودان الدولة العربية الوحيدة التي لم تتأثر قيمة إصداراتها بالأزمة العالمية 2008م.

وفي مقابل الإنخفاض في السوق الخليجية فقد شهد مركز الصكوك العالمي والمتمثل في ماليزيا صاحبة الريادة في سوق صناعة الصكوك الإسلامية في عام 2008م، إنخفاضاً في حجم إصداراتها عن عام 2007م وصل إلى حوالي 44%، إلا أن إندونيسيا شهدت أكبر زيادة عالمية في معدل الإصدارات خلال عام 2008م، بإرتفاع بلغت نسبته حوالي 398% عن عام 2007م، أي بزيادة قدرت بحوالي ستة أضعاف عن معدله في عام 2007م، حيث وصل الحجم الإجمالي لإصداراتها في عام 2007م ما قيمته 140,56 مليون دولار أمريكي، بينما في عام 2008م ما قيمته 699,51 مليون دولار أمريكي¹،

وتجدر الإشارة أن تراجع صناعة الصكوك الإسلامية عقب الأزمة المالية العالمية 2008م، كان من حيث حجم (قيمة) الإصدارات، بينما عددها فقد تجاوز ما تم إصداره في عام 2007م، وهو موضح في الشكل رقم (1، 9)، فقد شهد النصف الأول من العام 2008م قبل تفجر الأزمة المالية العالمية العديد من الإصدارات، حيث وصل إجمالي إصدارات 2008م إلى ما يقارب 214 إصدار مقارنة بـ158 إصدار في عام 2007م

إضافة لتراجع حجم إصدارات سوق الصكوك الإسلامية في معظم الدول الحاضنة لهذه الأداة، فقد شهدت هذه الصناعة كذلك عقب الأزمة المالية العالمية سلسلة من التعثرات وإعادة الهيكلة لإصدارات رفيعة المستوى نتيجة الخسائر الواسعة النطاق وجفاف منابع السيولة وتراجع أسعار الأصول العقارية خاصة لتلك الفترة وفقدان المستثمرين للثقة بسوق رأس المال جراء الأزمة ، و كان من أكبر تعثرات إصدارات الصكوك تعثر صكوك نخيل في نوفمبر 2009م، ولعلها كانت الأبرز، ويرجع ذلك أن ها الأعلى من حيث قيمة الإصدار بين تلك الصكوك المتعثرة، واشتهرت بقيامها بأعمال جزيرة النخلة بالجميرة والعالم، مما وضعها في دائرة الضوء²، أضف إلى ذلك ومما لاشك فيه وزن دبي المالي والإقتصادي هو بالقوة الكافية الذي يجعل أزمته ذات آثار دولية واضحة، فتذبذب الأسواق المالية من آسيا حتى الولايات الأمريكية المتحدة نزولاً وصعوداً منذ الإعلان عن طلب تأجيل الدفع الدوري لعوائد صكوك نخيل، مؤشراً أساسياً على هذا التأثير³.

✓ **تبرير الرأي الإيجابي:** على الرغم من هشاشة تعافي الإقتصاد العالمي في عام 2009م ومع إستمرار الصعوبات والتحديات التي يواجهها القطاع المالي حول العالم، تبدو صورة سوق التمويل الإسلامي بوضع أفضل⁴، وكلا الفريقين يتفقان على أهمية الصكوك الإسلامية في المرحلة الراهنة، وعلى أنها تعرضت لإنتكاسة وإعتبرها البعض على أنها طفيفة من جراء الأزمة المالية العالمية، ولكن البعض يتحفظ على إستخدام مصطلح "الأزمة" عند التعرض لما ألم بسوق الصكوك⁵.

ويرى بعض الخبراء أن الأزمة المالية الراهنة أكدت أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه المصرفية الإسلامية في الإقتصاد العالمي، وقد طلب "الفاتيكان" أكبر سلطة دينية للديانة الكاثوليكية بالإستعانة بالقواعد المالية الإسلامية، كي

¹ مقال بعنوان: التربح يخيم على سوق الصكوك الخليجية في 2009، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد1، الصادر بتاريخ: 2009/05/16، متاح على الرابط:

www.almasrifiah.com/2009/05/16/article;230161-htm .والدراسة بعنوان : هل يعود سوق الصكوك للاتعاش في النصف الثاني من 2009م، التقرير الشهري، سبائك الإجارة والاستثمار،

مرجع سابق، ص2. وبالاعتماد على: Zawya, sukuk Monitor, http://www.zawya.com/middle-east/Sukuk-/searchresult. مرجع سابق، بتصرف.

² مقال بعنوان: مصادقية الصكوك في ميزان-هل فقدت الصكوك كثيراً من مصداقيتها-، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد20، الصادر بتاريخ: 2010-12-01، متاح على الرابط:

www.almasrifiah.com/2010/12/01/article;476697-htm

³ ملهم الجزماتي، أزمة دبي العالمية، مقال متاح على الرابط: www.kantakji.com/fiah/files/markets/c192.docx، تاريخ الإطلاع: 2011/03/02

⁴ مقال بعنوان: سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009، جريدة القبس، القسم الاقتصادي، العدد 13189، تاريخ النشر: 2010/02/15، ص40

⁵ مقال بعنوان: السندات الإسلامية الأفضل رغم الهبوط، المجلة المصرفية الإسلامية ، مرجع سابق.

تتمكن البنوك الأوروبية والأمريكية من إستعادة ثقة عملائها التي إهتزت في أعقاب إنهيار كبرى المؤسسات المالية الغربية¹.

كما لجأت كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا إلى حظر عمليات البيع على المكشوف*، وبذلك تكون قد منعت منتجات غير موافقة للشريعة، إذ تفرض هذه الأخيرة توافر الأموال مقابل السلع والأسهم، من جانب آخر تفرض الشريعة أيضاً شفافية أكبر في التعاملات الإقتصادية ووضوح في الأصول المتداولة وهذا صلب الموضوع، حيث بدأت الإنهيارات في الأسواق العالمية جراء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعتبر أزمة في أدوات معقدة غير شفافة، والبعيد عن التعقيد هو ميزة الخدمات الإسلامية، وعلى الرغم من أن المستثمرين عادة يربدون تنمية أموالهم بأسرع وقت ممكن وبأي وسيلة كانت إلا أنهم أصبحوا ينظرون اليوم إلى أدوات آمنه وبسيطة، كذلك الموافقة للشريعة².

لذلك يعتبر عام 2009م عام عودة النمو، حيث بدأت إصدارات الصكوك تسجل مساراً تصاعدياً وما زال مستمراً إلى يومنا هذا، إذ وصل حجم إصدارات الصكوك خلال عام 2009م إلى حوالي 36,89 مليار دولار، أي بنسبة نمو قاربت 50% مقارنة بعام 2008م، وبهذا سجل عام 2009م ثاني أكبر رقم في تاريخ الإصدارات آنذاك بعد عام 2007م، حين طرحت صكوك بقيمة 41,70 مليار دولار.

وقد إستمر سوق الصكوك الإسلامية في النمو حيث وصل حجم إصدارات الصكوك خلال عام 2010م إلى ما يزيد عن 57 مليار دولار أمريكي بنسبة زادت عن 55% مقارنة بعام 2009م، محطماً الرقم القياسي العالمي في حجم إصدارات الصكوك، ومنتزحاً اللقب عن عام 2007م، وبهذا طوى عام 2010م آخر أيامه صفحة نجاح لصناعة التمويل الإسلامي التي قاربت أصول مؤسساتها التريلون دولار أمريكي، محققة نمو يشير بمؤشرات نجاح في عام 2011م، وفعلاً كانت البداية قوية في الربع الأول من عام 2011م ليسجل أعلى معدل فصلي من حيث حجم إصدارات الصكوك في تاريخ الصكوك الإسلامية، بل إن ما تم إصداره حتى نهاية مارس 2011م يمثل تقريباً نصف إصدارات العام 2010م³، وبذلك حققت صناعة الصكوك الإسلامية عام 2011م رقماً قياسياً جديداً، حيث وصلت قيمة إصداراتها إلى ما يزيد عن 86 مليار دولار أمريكي⁴، ويتوقع أن تنمو إلى 1,2 تريليون دولار أمريكي في عام 2012م⁵.

والخلاصة على ما يبدو أن الرأي السلبي سبق الرأي الإيجابي على أرض الواقع، كيف؟

¹ مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية الجدل مازال مستمراً، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 1، تاريخ النشر 2009/05/16، متاح على الرابط: www.almasrifiah.com/2009/05/16/article;230161-hm، تاريخ الإطلاع: 2011/04/24

* **البيع على المكشوف Short selling**: أو السحج الفارغ: وهو قيام جهة ما أو مستثمر ما (يتوقع هبوط الأسعار في المستقبل) ببيع ورقة مالية (أسهم، سندات، عقود...) أو عملات أو سلع قبل تملكها بهدف شرائها لاحقاً بقيمة أقل وبالتالي تحقيق ربح مساو للفرق بين سعر البيع المكشوف وسعر الشراء ناقصا الفائدة التي يدفعها المستثمر نظير اقتراض الورقة المالية في الفترة ما بين البيع والشراء، وهي سياسة معاكسة لسياسة الشراء بغرض الربح من ارتفاع الأسعار في المستقبل Long selling، وفي الاقتصاد الإسلامي: هذه الصورة محرمة شرعاً لأنها تتضمن بيع ما لا يملك، وهذا منهي عنه شرعاً، المصدر ويكيبيديا.

² دراسة بعنوان: ما تأثيرات الأزمة المالية على الصناعة المالية الإسلامية، التقرير الخامس، شركة سبائك للإجارة والاستثمار، مرجع سابق، ص2.

³ وبالاعتماد على: <http://www.zawya.com/middle-east/Sukuk-/searchresult>، Sukuk Monitor، Zawya، مرجع سابق، و Sukuk quarterly bulletin (1Q) 2011، متاح على الرابط: www.zawya.com/middle-east/sukuk، بتصرف

⁴ مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية الجدل مازال مستمراً، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 1، تاريخ النشر 2009/05/16، متاح على الرابط: www.almasrifiah.com/2009/05/16/article;230161-hm، تاريخ الإطلاع: 2011/04/24

* **بالاعتماد على**: Zawya، sukuk Monitor، Sukuk quarterly bulletin، Issue12 4Q11، 12/2011، P1

⁵ مقال بعنوان: سوق الصكوك الإسلامية تتجاوز 1.2 تريليون دولار في 2012، مجلة المصرفية الإسلامية، مرجع سابق، بتصرف

إن التمويل الإسلامي جزء من التمويل العالمي وهو معرض لأي موجة إرتفاع أو إنخفاض قد يصيب أسواق التمويل¹، وقد تم توضيحه فيما سبق، وقد تسببت الأزمة المالية العالمية بما أحدثته من آثار مدمرة على الإقتصاد العالمي، وفي تباطؤ نمو الصيرفة الإسلامية عام 2008م، حيث عانت من إخفاق بعض مصدري الصكوك في الوفاء بالتزاماتهم، كما جرى الحديث عن إعادة هيكلة بعض الإصدارات، في حين تعرضت الكثير من أصول المؤسسات المالية الإسلامية لخسائر فادحة نتيجة تراجع أسعار العقار والأسهم ما أدى إلى تعثر وتصفية بعض الإصدارات المستتدة لأصول أو عقارات².

إلا أن هناك من بالغ في الأمر، ورأى أن الصكوك فقدت كثيراً من مصداقيتها خاصة عقب سلسلة العثرات وإعادة الهيكلة التي شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية عقب الأزمة المالية العالمية 2008م، وحسب رأي الخبراء في مجال الصيرفة الإسلامية أن نسبة الصكوك التي واجهت التعثر لا تزيد عن 3% من إجمالي الصكوك المطروحة على مستوى العالم حيث رأوا أن: «وجود تفاحة معطوبة أو إثنين لا يعبر عن بقية المحصول» كمثل عن حالة تعثر بعض إصدارات الصكوك، وبالإشارة إلى أن نمو سوق إصدارات الصكوك الماليزية قد واجه تباطؤاً، إلا أنها لم تعلن كما هو الحال في الخليج العربي عن حالات إخفاق إصدارات الصكوك، ومن الملاحظ أن مصداقية الصكوك ليس محل تساؤل في السوق الآسيوية بشكل عام إلا أن مدى معقولية الائتمان تبقى محل إختبار³، وقد حققت المصرفية الإسلامية العديد من الإنجازات من أهمها معدلات النمو الذي شهدها سوق الصكوك الإسلامية في السنوات الموالية للأزمة المالية العالمية عام 2008م، في حين لم تحقق الصناعة المالية التقليدية أي معدل نمو يذكر، وبذلك ظهر الإهتمام الكبير بالصكوك الإسلامية من جهة العرض والطلب وأصبحت محط أنظار خبراء المال على مستوى العالم ليتعرفوا على أسس الصيرفة والتمويل الإسلامي، وكيف نجحت هذه الصناعة من برائن الأزمة المالية العالمية⁴،

وتجدر الإشارة أنه رغم النمو الذي يشهده سوق الصكوك الإسلامية، لكن عندما يعرف أن حجم الإصدارات الإسلامية يعادل ربع إصدارات السندات التقليدية ندرك أن الطريق ما زال طويلاً أمام صناعة الصكوك الإسلامية⁵.

2- التركيز على قطاع العقارات:

أدت أزمة الرهن العقاري وما سببته من إنهيار سوق العقار، إلى تفجر أزمة مالية عالمية عميقة في عام 2008م صاحبها إنخفاض قوي لأسعار النفط والدولار، وخسائر هائلة في البورصات، الحصيلة كانت إنتهاء عصر السيولة المفتوحة وجفاف منابعها، بذلك ظهرت الحاجة الماسة للسيولة من قبل مستثمرين فقدوا القدرة الشرائية فتراجعت أسعار المنازل والعقارات نتيجة إنخفاض الطلب عليها، وتراجع حاد للإيجارات، وظهرت بوادر مديونية في قطاع العقارات نتيجة عدم التمكن من بيع تلك الأصول العقارية والممتلكات⁶.

¹ عبد القوي ردمان عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، مرجع سابق، ص43

² لاجم الناصر، المصرفية الإسلامية.. إنتعاش خليجي قوي عام 2011، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 21، تاريخ النشر 01-01-2011، متاح على الرابط: www.almasrifiah.com/2011/01/01/article;486415-htm

³ مقال بعنوان: مصداقية الصكوك في ميزان، مجلة المصرفية الإسلامية، مرجع سابق

⁴ مقال بعنوان: خبراء ومختصون: 2011 سيحمل الكثير من النجاحات للمصرفية الإسلامية، الصحيفة الإقتصادية الإلكترونية، العدد 6291، الصادرة بتاريخ: 2011/01/01، متاح على الرابط: http://www.aleqt.com/2011/01/01/article_485764.html

⁵ مقال بعنوان "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34%"، جريدة القبس، مرجع سابق، بتصرف

⁶ سيف هشام صباح الفخري، أزمة ديون دبي أسبابها وآثارها الاقتصادية، دراسة مقدمة إلى كلية الإقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2009م، ص9

وبالتالي عانى قطاع العقارات أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة نتيجة الضربات العنيفة التي تلقاها، وتأثرت سلباً نتيجة لذلك كل من الشركات العقارية والمؤسسات المالية ذات العلاقة الكبيرة لهذا القطاع، وفي الواقع فإن زيادة التعرض لسوق العقار أدى إلى انخفاض في جودة الأصول بشكل عام بين المؤسسات المالية في الشرق الأوسط. كما أن سوق الصكوك، ولاسيما في منطقة الخليج، كانت واقعة تحت هيمنة مطوري العقارات، ويرجع ذلك، ليس فقط إلى أن العقارات أصول يسهل تصكيكها، وإنما أيضاً لأنه في أعقاب إنهيار أسواق الأسهم الخليجية في عام 2006م، كان العقار من الأصول المرغوبة للإستثمار، ولذلك تم توجيه كثير من السيولة الفائضة في المنطقة صوب مشاريع التنمية العقارية، ما أدى إلى زيادة إنتعاش العقارات في المنطقة، إضافة إلى مرونة التنظيمات القانونية المتعلقة بالإستثمارات العقارية، ومن ثم، وقبل أن ينتهي الإزدهار الإقليمي في التشييد في نهاية عام 2008م، بعد بدء الأزمة وانخفاض أسعار النفط، كانت الأراضي والأصول العقارية هي الأصول المساندة لإصدارات الصكوك، وبعد ذلك، وعندما تلقى قطاع العقارات الضربة، عانت جميع الأصول المساندة لهذه الصكوك، ومن ثم، عانت من آثارها شهادات الصكوك التي كانت مدعومة بها، أو التي كانت مرتبطة بها.

بالإضافة إلى ذلك، في أسواق الشرق الأوسط، لم يحظ القانون العقاري بتطوير كاف، وبالتالي، فحتى عندما كانت الصكوك مدعومة بالأصول، لم يكن لدى المستثمرين تصور واضح في مدى حقوق ملكيتهم عملياً فيما يتعلق بهذه الأصول، كما أن وكالات التصنيف الائتماني لم تقم بتصنيف صكوك الخليج المتوافقة مع الشريعة بالرجوع إلى ملاءة الأصول، وإنما صنفتها بناء على الملاءة الائتمانية للجهات المصدرة لهذه الصكوك¹.

3 - التوسع الكبير في حجم الإستدانة: نظراً للتوسع الكبير والمستويات العالية غير المدروسة في حجم الإقتراض بسبب انخفاض أسعار التمويل أو ما يعرف بالأموال الرخيصة (إنخفاض سعر الفائدة)².

وكما أن تسعير الصكوك يرتبط من الناحية العملية ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة، فإن معدلات التمويل الخاصة بالصكوك إنخفضت هي أيضاً مع الإنخفاض العام في أسعار الفائدة، مما دفع الشركات لتعبئة مزيد من الموارد المالية من الأسواق رغم إفتقارها في بعض الأحيان إلى القدرة على توظيف هذه الموارد في مشاريع وأعمال ذات جدوى إقتصادية واضحة، كما أن هذا قد إقترن بقدر من الإهمال من طرف المستثمرين في بذل الجهد والتدقيق الواجب في دراسة الشركات المتمولة وأعمالها³.

4 - افتقار سوق الصكوك إلى الكفاءة المطلوبة:

بعد إنهيار أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي عام 2006م، كان هناك القليل من فئات الأصول الجاذبة للمستثمرين، وبدت الصكوك عندها من أكثر الأدوات الإستثمارية جاذبية، بما لها من خصائص تتمثل في الدخل الثابت شبه المضمون، والمخاطر المحدودة، وقابلية التداول، وعليه فقد أقبل المستثمرون على إستثمار أموالهم فيها بفضل هيكلها الإسلامي، والأصول الداعمة لها.

وقد حدث كل هذا الإقبال الكبير على الإستثمار في الصكوك رغم عدم تطور السوق من عدة نواحي منها:
- يلاحظ غياب الإطار القانوني والرقابي للصكوك الإسلامية غياباً كاملاً في بعض الدول الإسلامية، أو عدم إستكمالها في بعض الدول الإسلامية الأخرى، وعدم توافر مناخ تشريعي ينظم عمل إصدار الصكوك الإسلامية

¹ عمار عودة، إخفاق/ إعمار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص13

² مقال بعنوان: أسباب الأزمة المالية العالمية، الأسواق العربية، تاريخ النشر 12 أكتوبر 2008، متاح على الرابط: www.alaswaq.net/views/2008/10/12/18895.html، تاريخ

التصفح: 2011/05/01

³ عمار عودة، إخفاق/ إعمار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص13

ويوحدها وخاصة بالنسبة للإختلافات الشرعية التي تظهر من وقت لآخر حول شرعية بعض الصكوك، حيث أن حداثة سوق الصكوك الإسلامية ونموها السريع وجاذبيتها للمستثمرين الباحثين عن فرص آمنة متوافقة مع الشريعة لم تعطى فرصة كافية للسلطات الحكومية المشرفة على النشاطات المالية من إدراك خطورة التأثير السلبي على المستثمرين في حالة تعثر هذه الصكوك أو في حالة وجود تضليل أو تساهل من قبل الشركات المصدرة للصكوك تجاه المستثمرين هذا من ناحية، ومن الناحية التنظيمية والتقنية يلاحظ إفتقار سوق الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير المحاسبة والمراجعة القياسية، صف إلى ذلك عدم وجود سوق ثانوية مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من العوائق تؤدي إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة؛ وكذلك رغبة حائزي الصكوك بالإحتفاظ بها بإعتبارها تدر عائداً مضموناً؛ وعدم وجود بديل لها في السوق؛ وعدم وجود سماسرة وصناع سوق مختصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة؛ ومنهم من يرى أن هناك نقص الشفافية في بعض الإصدارات، حيث لجأت العديد من المؤسسات المصدرة للصكوك الإسلامية إلى مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية للحصول على تصنيف ائتماني وذلك لتقليل المخاطر والمخاوف من عدم الإكتتاب في بعض الإصدارات¹.

ثالثاً- آثار إخفاق بعض إصدارات الصكوك:

إن التعثر الأخير لسلسلة من إصدارات الصكوك ترك أثر هعلى الصناعة المالية الإسلامية ككل، وعلى المبادئ الشرعية التي تحكمها، كما أن إفتراض أن المنتجات المالية الإسلامية هي أكثر أماناً من المنتجات التقليدية بسبب كونها مدعومة بأصول محددة أمر أصبح ينظر إليه الآن بكثير من الشك، وخاصة عندما تحاول هذه المنتجات محاكاة المنتجات التقليدية، وفيما يلي بعض الآثار الناجمة عن إخفاق بعض إصدارات الصكوك.

1 **الصكوك المدعومة بأصول* مقابل الصكوك المرتبطة (القائمة) بأصول****: يجري إختبار هياكل الصكوك على أرض الواقع لأول مرة، بعد تعثر بعض مصدري الصكوك وإعادة الهيكلة المقترحة لبعض الصكوك، وقد أصبح من الواضح على نحو متزايد أن عدداً محدوداً من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول، ورغم أن الشريعة الإسلامية تشترط أن يكون للمستثمرين في الصكوك حقوق في الأصول التي تم إصدار الصكوك على أساسها، بمعنى أن هذه الصكوك ينبغي أن تباع لهم وينبغي أن تحول الشركة المصدرة للصكوك (المنشئ Originator) ملكية الأصول لهم، إلا أننا نجد أن هياكل الصكوك في يومنا هذا تقوم في معظمها على الإرتباط الشكلي بالأصول دون وجود دليل على بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وكننتيجة عملية لذلك، لا يكون للمستثمرين في الصكوك المرتبطة بأصول حقوق ذات أولوية أو حقوق إمتياز على أصول الصكوك، بل أن الأصول ذات الصلة

¹ عمار عودة، إخفاق/ إعمار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص 13. وصفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 30.

* ويسمى هذا النوع من الصكوك كذلك: بالصكوك الممثلة المضمونة بالأصول، والصكوك المسندة على الأصول والصكوك المسندة، والصكوك الممثلة للملكية، ويطلق عليها بالإنجليزية Asset-Backed sukuk

** ويسمى هذا النوع من الصكوك: بالصكوك غير مدعومة بالأصول، الصكوك غير المنبثقة عن الأصول، والصكوك غير الممثلة للملكية، ويطلق عليها بالإنجليزية Asset-Based sukuk. إن أهم ما يميز الصكوك المدعومة بالأصول أن حاملي الصكوك لا يرجعون على مصدر الصكوك (المنشئ) في حالة التعثر أو التخلف عن السداد، وهو ما يعني أنها تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد. أما أهم ما يميز الصكوك القائمة على الأصول أن حاملي الصكوك يرجعون في حالة التخلف عن السداد إما على المنشئ عن طريق الوعد بال شراء، أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقين. حيث تتفق الصكوك المدعومة بالأصول مع التوريق بمعناه التقليدي، بينما تقترب الصكوك القائمة على الأصول من معنى السندات التقليدية. وبالرغم من أن الصكوك المدعومة بالأصول تتفق وروح الشريعة الإسلامية، غير أنها لم تتجاوز 11 إصدار مقارنة بـ 560 إصدار للصكوك القائمة على الأصول، وهو ما يعني أن الصكوك المدعومة بالأصول لا تتجاوز 2 بالمئة من مجموع الإصدارات، نقلا عن: سعيد محمد بوهراوة، وأشرف وجدي، تقديم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول ، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم"، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25/05/2010م، ص 14

تعود للمصدر الأصلي (المنشئ Originator) للصكوك والذي أصبح مفلساً أو لديه صعوبات مالية، ومن جهة النظر القانونية، تكون لمطالبات مستثمري الصكوك نفس مستوى الأولوية للدائنين التقليديين.

2 - **طبيعة الإتفاقيات القانونية:** تتميز الإتفاقيات القانونية الخاصة بالصكوك عموماً بالتعقيد نوعاً ما، وكثيرة التشابك، وذلك لأنها في كثير من الأحيان تحاول أن تجمع بين المتطلبات الشرعية من جهة وبين المتطلبات القانونية من جهة أخرى، باعتبار الصكوك عموماً نوعاً من أدوات التمويل ذات العائد المحدد، ولذلك، فإن معظم إصدارات الصكوك تبدو متوافقة مع معايير هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الشكل لا من حيث المضمون.

ولم يكن هناك فيما مضى حاجة للتقاضي بشأن إصدارات الصكوك، وعليه فإن الإطار القانوني للصكوك لم يكن محل اختبار، إلا عند وقع حالات تعثر في السداد وإعادة هيكلة لعدد من الإصدارات، أدت إلى إحتدام الجدل حول الطبيعة القانونية الحقيقية للصكوك، وقد أثارت حالات الإعسار في سوق الصكوك أسئلة ملحة حول كيفية تسوية منازعات الصكوك، والكيفية التي يتم بها معاملة حملة الصكوك بالمقارنة مع حملة السندات التقليدية في عمليات إعادة الهيكلة أو الإفلاس.

3 - **الحقيقة الجوهرية للصكوك وهياكلها على أرض الواقع:** من الناحية النظرية، عندما تكون الصكوك متوافقة للشرعية يكون لحملة الصكوك حصة شائعة في ملكية حقيقية للأصول التي تقوم عليها هذه الصكوك ويكون لهم الحق في الحصول على تدفقاتها النقدية، وفي حالة تعثر المصدر، يكون لحملة الصكوك الحق في الحصول على الأصول وإستخدامها في سداد المبالغ المستحقة لهم، ولكن في الواقع، وعند حدوث حالات الإخفاق التي منيت بها بعض الصكوك في الآونة الأخيرة شهدت شروع مصدري الصكوك في عمليات إعادة الهيكلة، ودخول حملة الصكوك في إتفاقيات تجميد الوضع، وبحث المصدرين عن وسائل أخرى للوفاء بالدفعات المطلوبة، دون أن يمارس حملة الصكوك حقهم كما هو مفترض والمتمثل في حقوق ملكيتهم في الأصول الداعمة لصكوكهم، وهو ما جعل الحقيقة الجوهرية للصكوك وهياكلها محل التساؤل.

4 - **فقدان الثقة:** لقد كان ينظر للصكوك على أنها أدوات متوافقة مع الشريعة ولها إمكانات هائلة لتعبئة الموارد من السوق للقيام بإستثمارات مجدية تحقق عائداً للمستثمرين وتساهم في التنمية الإقتصادية للدول الإسلامية، ولقد كانت الصكوك هي أحد الخيارات المهمة للمستثمرين نظراً لما تتسم به من دخل مستقر ومخاطر محدودة، لذلك كله، سجلت سوق الصكوك نمواً كبيراً، باعتبار إصدار الصكوك وسيلة مهمة يمكن أن تقوم الحكومات أو الشركات من خلالها بتعبئة الأموال من المستثمرين على نحو موافق للشريعة، ومن ثم يجري إستخدام هذه الأموال لتمويل مشاريع تنموية كبيرة في مجالات إقتصادية مختلفة.

إلا أن حالات التعثر التي منيت بها الصكوك في الآونة الأخيرة زعزعت ثقة المستثمرين وأثارت الكثير من الجدل حول آلية الصكوك ومدى ملاءمتها لتكون أدوات تمويل فاعلة للتنمية الإقتصادية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

5 - **الخسائر الناجمة عن حالات إخفاقات الصكوك:** مع أنه من الصعب حالياً تحديد حجم الخسائر المالية الفعلية الناجمة عن حالات تعثر الصكوك، نظراً لأن الأطراف المعنية لا تزال تعطي الوقت اللازم للقيام بالدفع في أعقاب إعادة الهيكلة، ونقل الإستثمار إلى مؤسسة أخرى وغيرها من الأمور، إلا أنه من الواضح أن القيمة المحتملة للخسائر تظل غير محدودة بالضبط، فمن الباحثين من يرى أن الخسائر المحتملة نتيجة تعثر لبعض إصدارات الصكوك مرتفعة، ومنهم من يرى عكس ذلك أن حجم الخسائر يعتبر صغير مقارنة مع حجم سوق الصكوك

الإسلامية، ومن وجهة نظر الباحثة أن القيمة المحتملة لخسائر الصكوك المتعثرة تظل منخفضة (إلى حد الآن تعثر خمس (5) إصدارات) مقارنة مع كبر حجم سوق الصكوك الإسلامية.

ويتوقع أن يكون لخسائر إخفاقات الصكوك تأثيراً محدوداً على المؤسسات، لأن معظم مستثمري الصكوك كان من المؤسسات لا من الأفراد.

إلا أنه نظراً لجاذبية الصكوك كأداة من أدوات الدخل المحدد والمتوافقة مع الشريعة، فإنه يتوقع زيادة عدد الأفراد المستثمرين بها بشكل كبير خاصة وأن عدداً متزايداً من المؤسسات المالية قد طرح صناديق استثمار بالصكوك، وبالتالي يجب التفكير بشكل جدي من جانب الصناعة المالية الإسلامية في إعطاء حماية أكبر لمستثمري الصكوك وخاصة الأفراد منهم والذين قد يستثمرون قدراً كبيراً من مدخراتهم المالية التي تعبوا في جمعها زمنياً طويلاً في سوق منتجات الصكوك.

بناءً على ما سبق يتبين من الواقع العملي أن صناعة الصكوك ليس لديها مفهوم محدد ومنضبط لمفهوم إخفاق (إعسار) الصكوك من الناحية الفقهية البحتة، كما أن هناك الكثير من الجدل حول المعنى الفقهي لإخفاقات الصكوك، وذلك بالنظر إلى أن حملة الصكوك هم في النهاية مالكو الأصول المدعومة بها إصدارات الصكوك، وهو ما يتطلب من الفقهاء واللجان الشرعية أن يراجعوا مفهوم إخفاق الصكوك وأن يتم تأصيله من الناحية الفقهية وتحديد ضوابط إخفاق أو إعسار الصكوك بهيكلها المتعددة، ودراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق أو الإعسار، وتكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية¹.

المطلب الثالث: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية

تواجه صناعة الصكوك الإسلامية كسائر منتجات الصناعة المالية الإسلامية مجموعة من التحديات الاقتصادية والقانونية والتنظيمية، والتي تحد من نموها وتطورها محلياً وعالمياً خاصةً وأنها لم تعد قاصرة على الدول الإسلامية، ومن أبرز هذه التحديات:

أولاً- الخلافات الشرعية: تعاني صناعة الصكوك الإسلامية من تضارب كثير من الفتاوى بخصوصها، وفي كثير من الأحيان ما يفاجأ المستثمر بإختلاف الفتاوى التي تتعلق بمدى مطابقة صك ما لأحكام الشريعة، مما إختلط الأمر على الكثير من المستثمرين الراغبين في الاستثمار بأدوات متوافقة مع الشريعة، حيث تطرح كميات كبيرة من هذه الصكوك الإسلامية من قبل بنوك ومؤسسات مالية إسلامية وتقليدية ومحلية وعالمية، ولا أحد يستطيع التمييز أو تحديد شرعيتها، وهل هي متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما أنها أداة تقليدية تحاكي السندات التي تصدرها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية، وهو ما أدى إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وبالتالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو إنخفاض في الأرباح مما يؤدي إلى إنهاؤها ، وهو ما حدث عندما تم التصريح من قبل بعض العلماء بأن 85% من الصكوك الإسلامية غير مطابقة للشريعة، وبعد هذا التصريح بأشهر أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية دليلاً للصكوك المطابقة للشريعة، وفيه تم نقل الميزانية في سوق الصكوك من صكوك المضاربة والمشاركة إلى صكوك إجارة، وقد تسبب هذا التغيير مع تداعيات الأزمة المالية العالمية في ندرة إصدار الصكوك خاصةً في الربع الأول من عام 2009م، وتعتبر الصكوك من الأدوات المالية الإسلامية الأكثر جذباً للمؤسسات المالية الخليجية والعربية والإسلامية والأجنبية، وذلك في ضوء الطلب المتزايد عليها في الأسواق العالمية، خصوصاً أن الصكوك الإسلامية ظهرت كواحدة من الأدوات الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية لإصداراتها سواء كانت صكوك سيادية من حكومات أو صكوك عادية من الشركات، حيث أصبحت القناة بأهميتها

¹ عمار عودة، إخفاق/ إعسار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص 15-30

كأداة تمويلية تتميز بكونها مدعومة بأصول حقيقية وذات مخاطر منخفضة، ومن ثم فهي أداة جذب للمستثمرين ومصدر مهم لضخ الأموال في المشروعات والتوسعات الكبيرة، وهو ما يتطلب الإسراع في السعي إلى تحديد ملامح هذه الصكوك بكثير من الدقة وحسم الخلافات الفقهية التي تشوبها.

كما أنه من الضروري أن تتعمق الجهات المصدرة للصكوك في معرفة خصائصها قبل البدء في التعامل بها حتى لا تقع في خلاف شرعي، ولعل هذا الأخير قد يؤدي إلى أن تحكم المحكمة بطلان الصك، مما يضعف الثقة بالهيئات الشرعية وقراراتها، حيث إن صلاح الصكوك من الناحية الشرعية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بصلاح نظام الرقابة الشرعية الذي يجب أن يخرج عن نطاق الشكليات إلى التركيز على المضمون وتكون الرقابة الشرعية على الصكوك رقابة فعلية متكاملة تمتد إلى فترة إصدار الصك والمشاركة في إعداد صياغته للتأكد من خضوع الإصدار والتداول للأحكام الشرعية والإسلامية.

وإن القول بعدم شرعية الصكوك لكونها قائمة على فتاوى تخالف آراء علماء الفقه والشريعة والهيئات المشرعة سيؤدي إلى عدم تداولها وانتشارها بين كثير من المستثمرين، نظراً لبعض الشكوك التي تنال من شرعيتها، مما يتسبب في التراجع الكبير لإصدارها، وإن الخلاف الشرعي بين علماء الشريعة في العالم الإسلامي حول إصدار هذه الصكوك الإسلامية من الباحثين من يعتبره أمراً طبيعياً بسبب الإختلاف في الضوابط الشرعية وحتى على مستوى اللجان الشرعية، إلا أن هذا يؤدي إلى عدم وجود معايير متفق عليها دولياً، حيث أن هناك صكوكاً تعتبر متوافقة مع الضوابط الشرعية في بلد ما، لكنها لا تعتبر كذلك في بلاد أخرى، ويعتبر غياب التنسيق هذا عقبة أمام تطور هذه الفئة من الأصول الإسلامية على المستوى العالمي¹، وهو ما دعى الحاجة إلى محاولة إيجاد توافق شرعي يقترح خلاله الكثيرون إيجاد معيار موحد للقرارات الشرعية عبر تأسيس مجلس إستشاري مركزي للصناعة، لكن علماء الشريعة يرون أن المعيار الموحد قد يخلق الكثير من الصلابة ويكتم مبادرات نمو تطوير المنتجات المالية الإسلامية.

ومع ذلك يمكن للعلماء وللمجالس الشرعية الإلتزام الكامل بالضوابط الشرعية الصادرة عن المجالس والمجامع الفقهية لتوحيد آراء العلماء، فالمطلوب هو الإجتهد الفقهي لما لا يخالف الأحكام والأصول الشرعية المتفق عليها، وإصدار الفتوى الخاصة بالمنتجات المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية وهيكلتها وتداولها والتغلب على التحديات في السوق الصكوك الإسلامية².

ثانياً- ضعف الوعي العام بثقافة الصكوك: بشكل عام إن ترويج منتجات الصناعة المالية الإسلامية يواجه مشكلة مزدوجة، شقها الأول تمثل في غياب الثقافة المالية الإسلامية في الكثير من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث عدم الإلمام الكافي للمستثمر العربي والمسلم بالصكوك الإسلامية، نتيجة لحدائث سوقها وعدم نضجها، لذلك يفتقر المستثمر في المنطقة العربية للفهم الشامل للصكوك بإعتبار أن هذه الصناعة خلقت أولاً لتستجيب لحاجيات سكان المنطقة لإعتبارات دينية ولإبعادهم عن الفكر المالي التقليدي لترسخ لديهم، وشقها الثاني يتمثل في الترويج لها وإكسابها صفة العالمية، وبالتالي مخاطبة أفراد لا تعنيهم الإعتبارات الدينية وإنما يهتمون بالعوائد المالية لهذه المنتجات. وهو ما يتطلب رفع الوعي المحلي والعالمي والتبشير بثقافة أدوات الصناعة المالية الإسلامية ومنها ثقافة الصكوك وأهميتها في التنمية من خلال حملات إعلامية محلياً وإقليمياً.

ثالثاً- العوامل السياسية: تقوم العوامل السياسية على تحديد البيئة التنظيمية للصيرفة الإسلامية، ففي بعض الدول خاصة شمال إفريقيا، ثمة ربط بين وجود المؤسسات المالية الإسلامية بالأحزاب السياسية الإسلامية من الأساس مثل ليبيا والمغرب،

¹ هشام الفايز، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 8

² أحمد بن عبد الرحمن الجبير، مقال بعنوان: جدل فقهي حول تحديد ملامح الصكوك، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 8، الصادر بتاريخ 2009/12/01م، وينظر إلى مقال بعنوان: سبع

تحديات، جريدة القبس، القسم الاقتصادي، العدد 12664، تاريخ النشر 30 أوت 2008م، ص 28

بينما تتعامل بعض الحكومات مثل مصر والجزائر وتونس بحذر شديد مع هذا الأمر، إذ كان هذا هو الوضع السائد في دول عربية وإسلامية، فماذا نتوقع أن تفعله الدول الغربية للمحافظة على نظامها المالي الخاص إذا ما إرتبط الأمر بالصورة السلبية للمسلمين¹.

رابعاً- الإطار التشريعي والقانوني: تعاني الصناعة المالية الإسلامية من إختلاف قد يكون شاسعاً في بعض الحالات ما بين الهيئات الشرعية، هذه الإختلافات تمنع توحيد قوانين التمويل الإسلامي بالنسبة للجهات التنظيمية والإشرافية في الدول المقررة لنظام التمويل الإسلامي من حيث المبدأ، حيث يستلزم الإشراف والرقابة وضع قوانين ومعايير واضحة لا بد من مراعاتها عند تفعيل آليات الرقابة، ونظراً لإختلاف الفقهاء في مسائل تعد أحياناً جذرية تجعل مهمة تلك الجهات شبه مستحيلة، ويعتبر هذا التحدي داخلياً ويتعلق بالتمويل الإسلامي في حد ذاته بغض النظر عن المنطقة المتواجد فيه، إلا أن هناك إستثناء يتمثل في قيام الإمارات بمبادرة إنشاء هيئة شرعية عليا حيث تخدم الهيئة الموحدة ثمانية بنوك إسلامية بما يضمن عدم تضارب الفتاوى الخاصة بالمعاملات، فتعدد الفتاوى وإختلافها يخلق حالة من عدم اليقين ويسهم بطريقة مباشرة في تشبيط المالية الإسلامية وتصعيب تسويقها²، كما أنه وبإستثناء قلة من البلدان، لا نجد ذكر العقود التمويل الإسلامي في القانون المدني، والقضاء لا يطبق قاعدة العقد شريعة المتعاقدين، فغالباً ما تلجأ المحاكم إلى تغيير العقد على نمط ما هو شائع في السوق، وتتعامل مع تلك العقود كعقود ربوية، وهذا يعني أنه في حالة النزاع بين مصدر الصكوك وحملتها، لن تعترف المحكمة بالعقد الشرعي ولا بملكية حملة الصكوك للموجودات بصفتها "سندات إسلامية"، وسوف تغلب عليها صفة السندات وتعامل كأداة مالية تقليدية، وبذلك يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، وتعرض مصالحهم لتدهور شديد، الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها تماماً³، نظراً لغياب الإطار التشريعي الذي ينظم عملية التصكيك من بدايتها إلى نهايتها في معظم البلاد الإسلامية والعربية، حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، أما في بعض الدول الإسلامية التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد، ويحتاج إلى مزيد من الضبط والصياغة القانونية السليمة. ولهذا، فإن عملية تأسيس وإستكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية لا يزال يشكل عائقاً رئيسياً، ويمثل أهم التحديات التي تواجه تطور ونمو نظام التعامل بالصكوك الإسلامية وهو ما كان له أثر سلبي في نمو سوق الصكوك الإسلامية وإضعاف الحماية القانونية لعملية التعامل بها.

خامساً- نقص الكوادر البشرية المؤهلة: يتطلب إصدار الصكوك توفر معرفة عميقة في مجالات القانون والمحاسبة والمالية والفقهاء ذات الصلة بنشاط الصكوك، وتفتقر معظم الدول العربية والإسلامية الحاضنة لهذه الصناعة في الوقت الحالي إلى وجود عدد كاف من الأشخاص المتمرسين في تلك المجالات معاً. بالإضافة إلى ذلك تفتقر معظم مؤسسات الوساطة إلى سماسرة متمرسين في أدوات الدخل الثابت الشرعية، لذا هناك حاجة ماسة لتعزيز قدرة شركات الوساطة حتى نستطيع التعامل مع سوق الصكوك⁴.

سادساً- إشتداد المنافسة: تزداد درجة المنافسة الأجنبية في الأسواق المالية والمصرفية العربية خاصة في ظل تنامي حركة التحرير المالي على نطاق العالم، ويحمل ذلك الكثير من التحديات المستقبلية التي من أهمها:

¹ آسيا سعدان، صليحة عماري، تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، دراسة حالة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ورقة بحث مقدمة إلى "المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010م، بتصرف.

وهيثم الفايز، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 7

² آسيا سعدان، صليحة عماري، تنامي التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 22، بتصرف.

³ معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 41.

⁴ هيثم الفايز، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 7.

1- **التحدي التكنولوجي:** فتطبيق التكنولوجيا في المجال المالي إلى أقصى الحدود، أصبح بإمكان المؤسسات المالية والبنكية نقل خبرتها من أسواقها المحلية إلى الأسواق الدولية، فالمؤسسات المالية والبنوك التي تتصف بالتقدم التكنولوجي المتطور، تدخل إلى الأسواق الجديدة بأقل عدد ممكن من الفروع تدعمها تكنولوجيا عالية جداً تجعلها تتنافس المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها الحديثة.

ومن ناحية أخرى نجد أن الأسواق المالية الأجنبية تتميز بالإتساع والعمق من حيث عدد الشركات المدرجة، إضافةً إلى ذلك، توفرها على أنظمة تداول آلية متطورة، تحقق الكفاءة الكبيرة في سرعة التداول وإنخفاض تكلفته، مما يعزز بدرجة كبيرة مستوى الشفافية وعملية إكتشاف السعر، وهذه العوامل تشجع المستثمرين على التوسع في عملية التداول، وهذا ما تفتقر إليه معظم أسواق المال العربية والإسلامية وخاصةً سوق الصكوك الإسلامية، حيث يعتبر غياب أنظمة التداول الالكترونية المتطورة والسوق الثانوية والتي تمثل الضمانة الأساسية لتوصيل المعلومة الصحيحة للمستثمر، أحد أهم تحديات سوق الصكوك الإسلامية.

2- **تحدي التكتل والاندماج:** أي ضعف الهياكل الإدارية والمالية لبعض المؤسسات المالية الإسلامية، وإفتقارها إلى أدنى المقومات التي تمكنها من منافسة المشروعات الإستثمارية الضخمة، بعكس حركة الإندماج الواسعة التي تجري في المؤسسات المالية التقليدية الغربية تفادياً لآثار الأزمة¹.

سابعاً- عدم وجود سوق ثانوية: يجعل غياب السوق الثانوية، تداول الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد وأحياناً يكون التداول عليها معدوم، حيث يعتبر ضعف التداول أحد المخاطر الرئيسية المرتبطة بالإستثمار في سوق الصكوك الإسلامية، معلوم أن المستثمر لا يقدم على الإستثمار في الأدوات غير السائلة إلا إذا كانت هناك أرباح مجزية، ولكن العوائد التي تعرضها مجموعة من الصكوك المدرجة في سوق الأسهم، لا تقدم أي إغراءات تعوض عن ضعف التداول، وهناك مجموعة من العوامل السلبية الأخرى ساهمت بشكل كبير في غياب سوق ثانوية لهذه الصكوك منها:

- غياب الإطار التشريعي والتنظيمي لتداول الصكوك وهي مسألة هامة وحاسمة في بناء وتطوير سوق لتداول الصكوك، مما يعوق من التوسع في هذا السوق، ويحد من فرص المشاركة فيه من قبل العملاء الراغبين في دخول هذا السوق، وبالتالي عدم توفر الفرصة لهؤلاء العملاء كأفراد ومؤسسات خاصة وعامة للإستفادة من الصكوك الإسلامية، على مستوى كل من إستخدامها كوعاء ادخاري، أو كوسيلة لحشد التمويل للأنشطة الإستثمارية والإقتصادية المتنوعة؛
- قلة عدد الصكوك المطروحة، وفي بعض الأحيان يرغب حائزي الصكوك الإحتفاظ بها بإعتبارها تدر عائداً مضموناً، وعدم وجود بديل لها في السوق؛
- عدم وجود سماسرة وصناع سوق مختصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة².

ومن هنا ينبغي أن تبذل جهود كبيرة لمراجعة هذه التحديات، بإعتبارها مخاطر حقيقية تواجه صناعة الصكوك الإسلامية تقف أمام إنتشارها.

¹ آسيا سعدان، صليحة عماري، تنامي التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 23، بتصرف.

² صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 30. وعبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية على المستوى الرسمي، مرجع سابق، ص 47. وهيثم الفايز، سوق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 7.

خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل الصكوك الإسلامية من حيث إطارها النظري وواقعها والتحديات التي تواجهها، وذلك من خلال أربعة مباحث، المبحث الأول تعرضنا فيه إلى مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية، حيث تطرقنا فيه إلى مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها وخصائصها العامة ومقارنتها مع الأوراق المالية التقليدية، وتعرضنا في المبحث الثاني إلى الأساس العملي للصكوك الإسلامية والمتمثل في عملية التصكيك، من حيث مفهومها والأطر الشرعية العامة التي تحكمها وتوضيح الأطراف المشاركة فيها ومراحلها وآلياتها. أما المبحث الثالث تمت معالجة أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية. وفي المبحث الرابع والأخير من هذا الفصل حاولنا أن نبين فيه واقع سوق إصدارات الصكوك الإسلامية وأهم تحديات التي تواجهها وذلك من خلال دراسة واقع سوق الصكوك الإسلامية للفترة الممتدة ما بين 2005-2010م، وإظهار أهم أسباب وآثار إخفاق بعض الإصدارات. لنصل بعد ذلك إلى التحديات المعاصرة التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية.

ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل أن الصكوك الإسلامية تتميز عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة أهمها، كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى إنتهاء أجلها، هذا الإلتزام يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية، وبذلك تعتبر الصكوك الإسلامية البديل المالي الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلاً مستقراً وحقيقياً من موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية، بالإضافة إلى العديد من المميزات.

كما أظهرت النتائج أن رغم التباطؤ الذي شهده سوق الصكوك الإسلامية جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، إلا أن النتائج أكدت أن هذه الأزمة خلفت على المستوى المحلي فرصاً واعدة لأدوات الصيرفة الإسلامية، خصوصاً منتج الصكوك الإسلامية الذي حقق معدلات نمو كبيرة في السنوات التي تلت مباشرة الأزمة المالية العالمية 2008م، في حين لم تحقق الصناعة المالية التقليدية أي معدل نمو يذكر، وقد أصبحت الصكوك الإسلامية محط أنظار خبراء المال على مستوى العالم ليتعرفوا على أساس الصيرفة والتمويل الإسلامي، وكيف نجت هذه الصناعة من براثن الأزمة المالية العالمية 2008م.

ورغم هذه النتائج إلا أن هناك بعض التحديات ينبغي أن تبذل جهود كبيرة لمراجع تها، بإعتبارها مخاطر حقيقية تواجه صناعة الصكوك الإسلامية وتقف أمام إنتشارها، ولتجاوزها هناك متطلبات وآليات لعالجها يمكن إتخاذها لدعم وتطوير سوق الصكوك، التي سنحاول التطرق إليها في الفصل الموالي من هذا البحث

تمهيد الفصل

تواجه الصكوك الإسلامية كغيرها من الأوراق المالية مخاطر مختلفة وتتأثر بالمناخ الإقتصادي العالمي.

وتتميز عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ومستثمر أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة، لا كما ينظر البعض إلى الصكوك على أنها أداة دين لا فرق بينها وبين السندات، وأن الأصول المكونة للصكوك والهياكل التعاقدية إنما هي من قبيل الجسر لنقل الأموال من المستثمرين إلى مصدري الصكوك.

والحقيقة أن هذه النظرة تؤدي إلى سوء تقدير مخاطر الصكوك، وبالتالي عدم تغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة، حيث أن الإستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أنواع المخاطر التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب، فمن المعلوم أن الصكوك الإسلامية وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي، وعليه تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكل إصدار الصك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة، وصكوك الإستصناع عن الإجارة، وتختلف الصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد.

كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات المعنوية، وفي هذا الإطار سوف نتطرق بشكل عام من خلال هذا الفصل إلى المخاطر التي تواجهها هذه الصكوك وطرق علاجها وآليات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية المناسبة لإدارة مخاطرها.

المبحث الأول: العوائد والمخاطر وأنواعها وأدوات قياسها

يتضمن الإستثمار المالي جميع أشكال النشاط المرتبطة بشراء وبيع الأصول المالية وصولاً إلى تعظيم العائد المتوقع، سواء تم ذلك في أسواق الإصدار أو في أسواق التداول¹، فالإستثمار في الصكوك الإسلامية هو إستعمال المال في شراء صكوك تمثل ملكية عين تدر دخلاً قد يكون ثابتاً نسبياً كصكوك الإجارة، وقد يكون متغيراً كصكوك المشاركة² وبما أن هناك علاقة وثيقة بين الإستثمار الإسلامي وبين تحمل المخاطر، وهذا التلازم بينهما مرده أن تحمل المستثمر المخاطرة هو أهم خصائص الإستثمار الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي مضمون العائد للمقرض بالفائدة³، ففي سبيل سعي المستثمر في الصكوك الإسلامية تحقيق معدلات عالية من الأرباح، فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي إستعداده لتحمل الخسارة بنفس المستوى أو ما يقاربه.

فالعلاقة -إذن- بين العائد والمخاطرة علاقة طردية والقرار الصائب في العملية الإستثمارية يتمثل في الموازنة بين عنصرَي العائد والخسارة المتوقعين، وهذا يعني أن العائد والمخاطرة المتوقعين هما المتغيران الأساسيان للقرار الإستثماري، حيث أن المستثمر يتخذ قراره بالإستثمار في مشروع معين حينما تكون العائدات المتوقعة أكثر من المخاطر المحتملة، ويحجم عنه حينما تكون نسبة المخاطر أعلى من العائدات، وهذا بديهي⁴، لذلك فإن القرارات الإستثمارية تسبقها دراسات مكثفة لبيانات تاريخية وأخرى مستقبلية (توقعات) تهدف إلى تقليل التعرض إلى المخاطر كلما أمكن ذلك⁵.

المطلب الأول: العوائد، أنواعها وأدوات قياسها

تعد المخاطر أحد متغيري القرار الإستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر⁶، لذلك تعتبر العلاقة بين المخاطر الواجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الإستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بين البدائل. فالصك الإستثماري الذي يحصل على عائدات لا بد أن يتحمل الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها المشروع، وإذا ضمن الصك فلا يستحق عائداً، كالصكوك الإجتماعية منها صكوك القرض الحسن التي تصدرها المؤسسات المالية الخيرية أو الحكومات في أوقات الأزمات أو للتحكم بالعرض النقدي، فهي مضمونة، لذا لا تستحق أي عائد، أما الصكوك الإستثمارية الإسلامية، فإن مصدرها لا يضمنها، كما سبق، إلا إذا كان متعدياً، ونتيجة لهذا إستحق حامل الصك الربح⁷، وترتب على ذلك الحكم على العائد بأنه ربح حلال أو كسب مشروع، وهذا المبدأ «الغُنى بالغُرم» قد أرساه الحديث الشريف الموجز «الخراج بضمن»* الذي نصه وفرعوا منه الكثير من التطبيقات في أبواب المعاملات المالية المختلفة، أو أنه كسب غير مشروع ومنهي عن تملكه إستناداً إلى الحديث الآخر المكمل للحديث السابق وهو أنه صلى الله عليه وسلم «نهى عن ربح ما لم يضمن»**، وهذا التلازم بين الإستثمار الإسلامي وبين تحمل المخاطرة، مرده أن تحمل المستثمر المخاطرة أهم خصائص الإستثمار الإسلامي فعوائد الصكوك الإسلامية هي ناشئة عن إستثمار حصيلة الصكوك فيما أعدت له، وهي غير مضمونة

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 181

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 69

³ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقدير"، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة،

خلال الفترة 10-11 جمادى الثاني 1431، الموافق لـ 24-25 ماي 2010م، ص 2

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 69-70

⁵ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 181. بتصرف

⁶ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 115

⁷ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 71

* رواه أحمد والترمذي والنسائي وأبو داود وابن ماجه

** رواه أبو داود والترمذي والنسائي وأبو داود وابن ماجه

على مصدرها، وتخضع لطبيعة الإستثمار وتقلبات السوق، وهو ما يميزه عن التعامل الربوي مضمون العائد للمقرض بالفائدة¹.

وعليه فإنه في سبيل سعي المستثمر في الصكوك الإسلامية تحقيق معدلات عالية من الأرباح، فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل مخاطر بنفس المستوى أو ما يقاربه².

نحاول من خلال ما يلي التعرض إلى العائد من حيث تعريفه، أشكاله، وأنواعه وأدوات قياسه

أولاً- مفهوم العائد: يمثل العائد الهدف الرئيسي من عملية الإستثمار بالنسبة للمستثمرين، وهناك عدة تعاريف له منها:

- يعرف العائد على أنه: "المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير إستثماره لأمواله"³.

- ويعرف أيضاً: "المردود الذي يحققه الإستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي والدته".

- ويمكن تعريف العائد أنه: "هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة لهذا الإستثمار"⁴.

- ويعرف أيضاً على أنه: "ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالإحتفاظ بأموال في الوقت الحاضر وذلك من خلال إستثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة"⁵.

ونحاول صياغة مفهوم العائد في الصكوك الإسلامية لتمييزها عن الإستثمارات الأخرى، بأنها تدر عائداً دينوياً، وآخر إجتماعياً، وعليه يمكن تعريف العائد في الصكوك الإسلامية بأنه: هو المقابل الذي يسعى حامل الصك الحصول عليه في المستقبل نظير إستثماره لأمواله من خلال الإكتتاب في هذه الصكوك، بهدف إما الحصول على عائد لتنمية ثروته وتعظيم أملاكه، أو الحصول على عائد إجتماعي ممثل في المكاسب الإجتماعية وتحصل عوائده في الآخرة، مع عدم إدخال أجر الإستثمار الإسلامي بطبيعة الحال.

ثانياً- أشكال العوائد في الصكوك الإسلامية: تأخذ عوائد الإستثمار في الصكوك الإسلامية الأشكال التالية:

1- **توزيعات الأرباح:** تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق تدر عائداً دورياً في صورة غلة أو ريع توزع أثناء مدة الإصدار، وقد يكون ثابتاً نسبياً كصكوك الإجارة، وقد يكون متغيراً كصكوك المشاركات.

2- **الأرباح الرأسمالية:** وهو الزائد عن الرأس المال الذي ينتج عن إعادة بيع الأصول المالية، وتمثل في حالة الصكوك الإستثمارية الإسلامية إرتفاع القيمة الإسمية للصك (القيمة السوقية) والتي تنتج عن إعادة بيع الصك (أثناء تداول الصكوك)، وحامل الصك إذا إستطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي إشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي (الذي يساوي الفرق ما بين قيمة الشراء للصك وقيمة الصك عند التخلي عنه).

¹ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، مرجع سابق، ص2

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص69

³ قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005م، ص48

⁴ محمد البشير مبيوك، محمود نعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية (العائد-المخاطرة)، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الثالث حول: " إستراتيجيات إدارة المخاطر في

المؤسسات الواقع والآفاق"، المنعقد يومي: 25-26 نوفمبر 2008م، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص4

⁵ قاسم علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سابق، ص48

أما الحالة الأخرى تكون عند تصفية الصكوك (الإطفاء) من خلال إنهاء الصفة الإستثمارية للصكوك وتحويلها إلى سيولة (نقدية) فإن مقدار الربح الرأسمالي وهو الزائد عن رأس المال يعرف إما بالتنضيق الفعلي أو الحقيقي ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية لطرف خارجي، أو ما زاد عن رأس المال عند التقويم أو التنضيق الحكمي وأبيلولتها لمصدر الصكوك بالبيع إن رغب في ذلك، وعندها يوزع الثمن على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية¹.

وتجدر الإشارة أن للصكوك الإسلامية نوع من الصكوك يحقق شكلاً آخر من العوائد (عوائد إجتماعية) تتميز بها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، وتتمثل في الصكوك الإجتماعية والتي تستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه البر والخير ولا تعود بعائد مادي لأن الغرض من إصدارها تحقيق أغراض التنمية الإجتماعية والإنسانية والتكافلية وتعود على حاملها بأجر عظيم في الحياة الآخرة.

ثالثاً- أنواع عوائد الصكوك الإسلامية ونسب قياسها: يمكن التمييز بين الأنواع التالية: العائد الفعلي، العائد المتوقع، العائد المطلوب.

1- العائد الفعلي: وهو العائد الذي يحققه المستثمر (حامل الصك) فعلاً من إمتلاكه أو بيع للصك الإستثماري، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية (في صورة غلة أو ريع) تحصل بشكل دوري أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منها، وهناك من يطلق عليه إسم العائد التاريخي، وفيما يلي طرق قياس العوائد الفعلية، حيث توجد عدة مقاييس لتقدير العائد الفعلي، ومن المقاييس الشائعة في هذا المجال تلك التي تربط بين حجم العائد والأموال التي ولدته، ومن هذه المقاييس: نسب ربحية المشروع ونسب ربحية الصك (عائد الصك).

أ- نسب ربحية المشروع: وتقاس قدرة الشركة أو المشروع المراد تمويله بحصيلة الصكوك على تحقيق الأرباح الكافية لبناء احتياطيات وتوزيع أرباح، ومن هذه النسب:

1- معدل العائد على حقوق ملكية حملة الصكوك «ROE_s» Return on Sukuk holders Equity:
يقيس معدل العائد على حقوق الملكية نسبة ربح المشروع الممول بحصيلة الإكتتاب في الصكوك إلى حجم حقوق حملة تلك الصكوك فيها، وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين (الجهة المصدرة للصكوك) في إستغلال أموال حملة الصكوك وتوليد الأرباح التي يرضون بها.

صافي ربح المشروع

$$\text{معدل العائد على حقوق ملكية حملة الصكوك (ROEs)} = \frac{\text{صافي ربح المشروع}}{\text{حقوق حملة الصكوك}}$$

ويقصد بصافي ربح المشروع هو ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الصكوك، وبشكل عام، كلما إرتفع معدل العائد على حقوق حملة الصكوك، دل ذلك على قوة أداء المشروع، ويعد دلالة واضحة على الإدارة الجيدة للمشروع، ونقترح تسمية هذا المعدل في حالة الصكوك الإسلامية بمعدل العائد على حقوق ملكية موجودات الصكوك (ROES).

2- معدل العائد على الموجودات «ROA» Return on Assets: وله تسميات مختلفة مثل العائد على الإستثمار (ROI) أو العائد على إجمالي الأصول (ROA)، ونقترح تسمية هذا المعدل في حالة الصكوك الإسلامية بمعدل العائد على موجودات صكوك (ROAS)، ويمكن معدل العائد على موجودات الصكوك أن

¹ بالاعتماد على: أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 112 و 114.

يقدم لحملة الصكوك فكرة حول أداء إدارة وإستثمار الشركة لأصولها أو موجوداتها المصككة، والمدرة للعائد والذي يمثل الصك فيها حق ملكية شائعة لحامله، ويمكن إيجاد العائد على موجودات الصكوك بإستخدام المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على موجودات الصكوك (ROAs)} = \frac{\text{صافي ربح المشروع}}{\text{مجموع الموجودات المصككة}}$$

ونرى أن هذا المعدل (ROAs) مهم جداً عند الإستثمار في الصكوك الإسلامية خاصة القائمة على المشاركات، فهو يعكس مدى كفاءة إدارة وإستثمار الشركة لأصولها المصككة التي تستند عليها الصكوك عند إصدارها، وتعتبر مقياساً تحليلياً لفعالية إستخدام الموجودات محل التصكيك في تحقيق الأرباح وبشكل عام، كلما إرتفع معدل العائد على الموجودات محل التصكيك، دل ذلك على كفاءة إدارة وإستثمار الشركة لأصولها محل التصكيك.

3- نسبة الربح للمبيعات Sales Profit Ratio: وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة أو المشروع الممول عن طريق الصكوك على تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال التحكم في التكاليف مثلاً (تكاليف الإنتاج "الكفاءة الإنتاجية" في حالة صكوك الإستصناع، أو تكاليف تسليم المبيعات حالة صكوك المرابحة والسلم)، ويمكن إيجاد هذه النسبة من خلال ما يلي:

$$\text{نسبة الربح للمبيعات} = \frac{\text{مجموع ربح المشروع}}{\text{صافي المبيعات}}$$

ونرى أن هذه النسبة مهمة وتصلح خاصة لصكوك التمويل القائمة على العقود التجارية، مثلاً الصكوك المصدرة لتمويل شراء بضاعة موعود بشرائها مرابحة أو شراء سلعة السلم أو تكلفة صنع العين المبيعة إستصناعاً.

ب - نسب ربحية الصك (عائد الصك): يقاس العائد على الصك بأحد المقاييس التالية:

1- معدل العائد على السهم (ربحية السهم) Earnings Per Sukuk (EPS): وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عائد الصك بشكل عام، حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الصكوك عندما يفكرون بشراء الصكوك، حيث يمثل هذا المعدل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل صك أصدرته الشركة، وبحسب بقسمة صافي الأرباح على عدد الصكوك الصادرة عن الشركة، وتقيس هذه النسبة ما يستحق لحملة الصكوك من أرباح لكن هذا لا يعني ما سيقبضه حامل الصك، لأنه عادة ما يتم تدوير جزء من الأرباح بحيث يتم توزيع جزء منها، ومراكمة جزء آخر ضمن إحتياجات الشركة لجبر الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع. ويمكن إستخراج نصيب الصك من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) بإستخدام المعادلة التالية:

$$\text{معدل عائد الصك (EPS)} = \frac{\text{صافي أرباح المشروع}}{\text{عدد الصكوك المكتتب بها}}$$

2- نصيب الصك من الأرباح الموزعة (Dividends Per Sukuk (DPS): ويطلق عليها أيضاً توزيعات الصك (دينار أو دولار/صك)، توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل الصك من توزيعات أرباح دورية، قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية، وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما يحققه المشروع من أرباح خلال الدورة، ويمكن إستخراجه كما يلي:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الصكوك}}{\text{توزيعات الصك (DPS)}} =$$

عدد الصكوك المكتتب بها

ويمكن إستخدام المعادلة التالية والحصول على نفس النتيجة:

$$\text{توزيعات الصك} = \text{القيمة الإسمية للصك} \times \text{نسبة التوزيع المعلن عنها}$$

3- مضاعف ربحية الصك (Price to Earnings ratio (P/E): تشير هذه النسبة إلى المبلغ الذي سيدفعه حامل الصك للحصول على وحدة نقدية واحدة من الأرباح، وتعكس هذه النسبة المدة الزمنية اللازمة لتغطية المبلغ الذي دفعه حامل الصك لشراء الصك، على إفتراض تحقيق المشروع لنفس مستوى العوائد في كل دورة، ويتم إستخراج هذه النسبة من خلال قسمة سعر الإغلاق على ربحية الصك وتقييم النتيجة بعدد المرات، كما يمكن حسابها عن طريق قسمة القيمة السوقية للصك على صافي الأرباح وتعتبر هذه النسبة مهمة جداً عند تداول الصكوك خاصة للمستثمر الذي يرغب الإستثمار في سوق الصكوك الإسلامية، والمفاضلة بين الأدوات الإستثمارية الأخرى في السوق المالي، حيث أن هذه النسبة تعكس القيمة السوقية العادلة للصك، وتقييم جاذبية المشروع الممول عن طريق الصكوك.

سعر الإقفال

$$\frac{\text{مضاعف ربحية الصك} =$$

معدل عائد الصك (EPS)

أو

القيمة السوقية للصك

$$=$$

صافي أرباح المشروع

4- الربح الجاري للصك (%) (Dividends Yield Ratio (DYR): ويعبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم الصك، إذ يقيس قدرة الوحدة النقدية الواحدة التي سيدفعها المستثمر ثمناً للصك (في حالة شرائه عند تداول الصكوك) على توليد الربح، ويمكن إستخراجه بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الصكوك DPS}}{\text{العائد (الربح) الجاري للصك DYR}} =$$

والعلاقة بين الربح الجاري للصك والقيمة السوقية له هي القيمة السوقية للصك نه إذا زادت القيمة

السوقية للصك نقص ربحه الجاري، نأخذ مثالا عن ذلك، عن المفاضلة بين الإستثمار في الصكوك وبين السندات في سوق مالي غربي حيث لا يهتم المستثمر الغربي مدى شرعية الأوراق المالية عند الإستثمار بل يكون تركيزه على الأرباح والعوائد فقط، ففي هذه الحالة فإن الربح الجاري للصك يتماشى مع معدلات الفائدة

على السندات فإن إرتفعت معدلات الفائدة على السندات يقبل المستثمرون على بيع الصك وشراء السندات فتتخفف القيمة السوقية للصك بسبب زيادة العرض فيرتفع الربح لأن نصيبه من الأرباح الموزعة يبقى ثابتاً خلال دورة توزيع الأرباح.

5- العائد لفترة الإقتناء (HPY) Holding Period Yield: إن القيمة السوقية للصك أو لأي ورقة مالية تحددها ميكانيكية العرض والطلب، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي، بين الإرتفاع والإخفاض في أسعارها، ولكن توقعات المستثمرين تدفعهم أحياناً لإقتناء الصك إنتظاراً لإرتفاع أسعارها، فإذا إشتري مستثمر صك بسعر معين وإحتفظ به لفترة ثم باعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الإقتناء (ويمثل متوسط العائد عن ملكية الصك لمدة معينة) لهذا الصك تساوي¹:

$$\text{معدل العائد لفترة الإقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{نصيب الصك من الأرباح الموزعة (DPS)}}{\text{سعر الشراء}}$$

ونظر لإختلاف المدة الزمنية (سنوية، نصف سنوية، فصلية، أيام) فإن حساب معدل العائد يمكن تعديله بإدخال تأثير المدة الزمنية. وتأخذ الصيغة العامة لحساب معدل العائد السنوي للصك أو أي ورقة مالية:

$$= \frac{360 \times (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{نصيب الصك من الأرباح الموزعة (DPS)}}{\text{عدد الأيام} \times \text{سعر الشراء}}$$

2- **العائد المتوقع**: يمكن بصورة عامة تعريف إحتمال حدث ما بأنه فرصة وقوع هذا الحدث، فإذا تحدثنا عن إحتمال تحقق معدل العائد فإن المقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل. وفي عالم اليوم الذي يستحيل فيه التأكد من أي شيء، لا يستطيع المستثمرون معرفة العائد الذي سيديره الإستثمار في ورقة معينة، ومع ذلك فإنه يستطيع صياغة توزيع إحتمالي لمعدلات العائد المحتملة².
وعليه فإن العائد الذي يتوقعه المستثمر (حامل الصك) الحصول عليه مستقبلاً عند الإكتتاب في صكوك مشروع معين يدر دخلاً يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل.

لو أن متخذ القرار الإستثماري يعمل في ظل التأكد التام لكان من الممكن له أن يحدد بدقة متناهية العائد المتوقع الحصول عليه، وبالتالي يسهل عليه إتخاذ القرار الإستثماري، غير أن الواقع يؤكد أننا نعمل في عالم ينتم بعدم التأكد، ومن ثم يصبح من المستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، غير أنه يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الإحتمالي لهذا العائد، أي يستطيع تقدير عدد الإحتتمالات الممكنة، ووزن كل إحتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلها، حيث لا تتجاوز القيمة الكلية للتوزيع الإحتمالي عن الواحد (1) الصحيح، فإن كان هناك مثلاً ثلاثة إحتتمالات قيمتها على التوالي 0,2، 0,6، 0,2 فإن هذا يعني أن وزن الإحتتمال الأول يماثل الإحتتمال الثالث، أما وزن الإحتتمال الثاني فيبلغ ثلاثة أضعاف أي من الإحتتمالين الآخرين، مع العلم أنه

¹ بالإعتماد على مجموعة من المراجع: دراسة بعنوان: قراءة القوائم المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، تموز 2007م، ص13-19. محمد البشير مبروك، إدارة محفظة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص4-5. قاسم علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سابق، ص48-60. وزياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، ط4، دار وائل للنشر، 2007، ص310-313. محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص184-183. بتصرف
² محمد بشير مبروك، محصول نعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص5

يتوقف تقدير المتغيرات الثلاثة (عدد الإحتمالات، ووزن كل منها، وقيمة العائد في ظل كل إحتمال) على خبرة ودراية المحلل أو متخذ القرار، وإذا ما توصل المحلل إلى قيمة المتغيرات الثلاثة، حينئذ يمكنه تقدير العائد المتوقع من الإستثمار، والذي لا يخرج عن كونه المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقعة في ظل كل إحتمال، وتكون النتيجة هي: **العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل X إحتمال حدوثه)**

$$E(R) = \sum_{x=1}^n E(r)x * Wx \dots\dots\dots(1, 2)$$

حيث أن: E(R) تمثل القيمة المتوقعة للعائد، (n) تمثل عدد الإحتمالات، (Wx) تمثل وزن الإحتمال (X)، أما (E(r)x) فتمثل العائد المتوقع في ظل الإحتمال (X)¹.

3- **العائد المطلوب:** وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وهو عادة ما يكون ملائماً لمستوى المخاطر التي سيتعرض لها المشروع، والذي يدخل في موضوع المبادلة بين المخاطر والعوائد²، والذي سنحاول البحث فيه عند معالجة المبادلة بين العوائد والمخاطر.

المطلب الثاني: المخاطر، أنواعها وأدوات قياسها

مصطلح المخاطر ليس مصطلحاً جديداً في الإستخدام، وإنما جديد من حيث أخذه الحيز الواسع، حيث باتت المخاطر محور القرارات الإستثمارية والدراسات الإقتصادية، وقد إزدادت أهميتها في الفترة الراهنة للتقلبات الشديدة التي تطرأ على الأسواق المالية. إذ تمثل تحدياً للتمويل الإسلامي والتقليدي معاً، ويجمع الخبراء والمتخصصون على أن أي نمو إقتصادي لا يمكن أن يتم بدون ركوب المخاطر. فلا ربح بدون مخاطرة هو المبدأ الأول في الإستثمار. ومع أهمية المخاطر في قرارات الإستثمار - باعتبارها أحد متغيري القرار الإستثماري -، فإن هناك إختلافات في تعريفها تعكس وجهات نظر الباحثين حول هذا المفهوم، ومجال المخاطرة في حد ذاتها. ففي الوقت الذي يعرف البعض المخاطر بعدم التأكد في عائدات الإستثمارات، يرفض آخرون فكرة خط المخاطر بعدم التأكد. ومنهم من يرى أن مصطلح المخاطر لا يحتاج تعريفاً مفصلاً، لأن لفظها يدل على المراد بها. ونحاول من خلال ما يأتي: تناول تعريف المخاطر، أنواعها، وأدوات قياسها.

أولاً- **تعريف المخاطر:** نتناول من خلال ما يلي مفهوم المخاطر في ثلاثة مسائل ومحاولة التفرقة بين المخاطر وعدم التأكد.

1- **المعنى اللغوي للمخاطر:** المخاطر في اللغة مشتقة من (خطر)، والخطر بفتحين هو الإشراف على الهلاك وخوف التلف، يقال: هذا أمر خطر، أي متردد بين أن يوجد وأن لا يوجد، والخطر هو إرتفاع القدر والمال، والشرف والمنزلة، وجمعه أخطار، والخطير من كل الشيء النبيل، ويطلق الخطر على السبق والذي يتراهن عليه، والمخاطرة المراهنة، وتخطر على أمر تراهن عليه³.

¹ نقلاً عن ورقة بحث بعنوان: المخاطر وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، متاح على الرابط: syrianfinance.gov.sy/assets/files/20032.doc، تاريخ

التحميل: 2011/07/07 م، ص ص3-4

² زياد رمضان، مبادئ الإستثمار، مرجع سابق، ص 316.

³ الرازي محمد بن أبي بكر بن عبد القادر، مختار الصحاح، دار الثقافة الإسلامية، جدة، المملكة العربية السعودية، 1406هـ-1986م، نقلاً عن فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في

المصارف الإسلامية، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://Islmiccenter.kau.edu.sa/Arabic/hewar-Arabea/abs/pdf-Hiwar3/243.pdf>، تاريخ

الزيارة: 2011/07/07، ص 180

ومن جملة دلالات الخطر الخاطر، وهو اسم لما يتحرك في القلب من رأي أو معنى، يقال: خطر ببالي أمر، وعلى بالي كذلك، وهو دل على الإضطراب والحركة¹.

2- **المعنى المالي للمخاطر:** تعرف المخاطر من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أي توقع إختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الإقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي².

كما وتعرف المخاطرة (Risk) بأنها: هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً³.

وتعرف كذلك: «المخاطرة هي الحالة التي يمكن معها وضع توزيع إحتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وهنا يجب أن تتوفر معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع هذه الإحتمالات الموضوعية»⁴.

والمخاطرة أيضاً: «هي عدم إنتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم إنتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالنتائج المستقبلية، كما أن لكل إستثمار درجة معينة من المخاطر، وأن يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره».

ويعرف الخطر لمشروع ما: - هو درجة الإختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذه الإختلافات كان ذلك معناه زيادة الخطر، والخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الإحتمالي لمشروع معين⁵.

3- **المعنى الفقهي للمخاطر:** ورد لفظ الخطر، أو المخاطرة كثيراً على لسان العديد من الأئمة الأعلام، المتقدمين منهم والمتأخرين في مناسبات مختلفة، غير أن لفظ المخاطرة أو الخطر، لم يرد ذكره في القرآن الكريم، أو في السنة النبوية الشريفة.

ونجد أن مفهوم الخطر أو المخاطرة في الفقه الإسلامي، ليس له تعريفاً محدداً إتفق أو اختلف عليه الفقهاء، أو أن هناك تناولاً إختص به هذا المفهوم في كتب الفقه الإسلامي، ولكن تناوله الفقهاء في مناسبات عديدة عند تعرضهم للغرر الذي يكون في بعض العقود، وبالطبع لا يعني هذا القول أن مفهوم الخطر في الدراسات المالية كان غائباً عليهم، فقد تحدثوا عن المضاربة والمشاركة وغيرها من العقود، وأفردوا لها حيزاً كبيراً في كتاباتهم، وهي تتضمن أنواعاً مختلفة من المخاطر، غير أن حديثهم عن المخاطرة كان منصباً على الغرر⁶. ومن هنا نحاول الإقتصار على مفهوم الغرر وعلاقته بالمخاطرة في المفهوم المالي.

الغرر لغة: - بفتح العين والراء - إسم من التغرير، وهو التعريض للهلاك

¹ نقلاً عن: حمزة عبد الكريم حماد، مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية، مفهومها، طبيعتها، مصادرها، وآثارها، متاح على الرابط: <http://books.bdr130.net/235.html>.

تاريخ الإطلاع: أريخ الزيادة/07/2011، ص6

² بالعزوز بن علي، إستراتيجيات النحوظ وإدارة المخاطر في المعاملات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الثالث حول: "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع

والآفاق"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بو علي، الشلف، الجزائر، المنعقد يومي 25-26 نوفمبر 2008م، ص4

³ منير هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008م، ص219

⁴ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، خيارات)، ط1، دار الجامعة الجديد للنشر، القاهرة، مصر، ص364

⁵ نقلاً عن ورقة بحث بعنوان: المخاطر وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 4-5.

⁶ لنفاصيل أكثر أنظر: فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 4

وشرعاً: ما يوهم بأنه ليس بموجود، أو ما كان مجهول العاقبة، لا تُعلم عاقبته، على غير عهدة ولا ثقة، أو الخطر الذي لا يدري أيكون أم لا. وهو - في البيع-: بيع الخطر مثل: بيع السمك في الماء والطير في الهواء وما في بطون الإناث- هو محرم¹، فالغرر مبناه على الجهالة، وهذه الجهالة إما أن تكون في المبيع أو في الثمن. وبيع الغرر ثابت الحرمة في السنة فيما رواه أبو هريرة (أن رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الغرر)*. وقد أجمعت الأمة على حرمة بيع الغرر. لكن عقود البيع لا تكاد تخلو من بعض الغرر، ولذلك فالحرمة مقصود بها كثير الغرر لا قليله.

والشبه بين الغرر الذي جاءت الشريعة بمنع البيوع المشتملة عليه، وبين المخاطرة في المفهوم المالي المعاصر موجود ولكن بينهما إختلاف:

- أن الغرر إنما هو خلل في الصيغة التعاقدية يتولد عنه مخاطرة، لكن المخاطرة بحد ذاتها لا تؤدي إلى فساد العقد. أما الخطر بمفهومه المالي فهو أمر يتعلق بالملايسات المحيطة بالعمليات المترتبة على العقد والتي ربما فوتت حصول الغرض الذي يرمي إليه من يتعرض لهذا الخطر.

فمثلاً عند بيع سلعة بثمن أجل، فإن هذا عقد بيع جائز ليس فيه غرر لأن الحقوق والالتزامات التي يولدها هذا العقد على الطرفين واضحة في صلب العقد، ولكن هذا العقد ربما تضمن مخاطرة عالية بالتعريف المالي إذا كان المشتري ذا ملاءة ائتمانية متدنية، أو لم يكن الدين موثقاً بالرهن أو الضمانات الشخصية.. الخ. ومن جهة أخرى نجد أن بيع سلعة بثمن مؤجل ولكن هذا الثمن مربوط بمؤشر مالي مثل ليبور فإذا جاء وقت السداد تحدد المبلغ بصفة نهائية بناء على ذلك المعدل، لا ريب أن هذا العقد يتضمن مخاطرة أقل مقارنة بعقد يكون الثمن المؤجل فيه ثابتاً لا يتغير. إلا أن ربط الثمن بمؤشر يدخل في العقد غرراً كثيراً يفسده مع أنه أقل مخاطرة. بينما أن الثمن المؤجل الثابت أقل غرراً مع أنه أعلى مخاطرة.

- على ذلك يمكن أن نقول إن الغرر معنى مختلف عن الخطر في المفهوم المالي وإن كان بينهما شبه؛ فالغرر إنما يعني بالعلاقة التعاقدية وهو يوجد أو لا يوجد اعتماداً على صيغة العقد، بينما أن الخطر يتعلق بالظروف المحيطة بالعقد، وهذه الظروف ليست لها علاقة مباشرة بصيغة العقد. فالعقود في الشريعة الإسلامية يجب أن تكون واضحة في بيان الحقوق والالتزامات المتولدة منها، فإذا شابها الغموض أو عدم الوضوح انقلبت إلى عقود خطرة (غرر)، بصرف النظر عن الظروف الخارجية المحيطة بالمتعاقدين فإن هذه لا تدخل في مفهوم الخطر بمعناه الفقهي.

- والغرر مفهوم ساكن، ولذلك إذا انعقد العقد على غير غرر لم يدخله الغرر بعد ذلك. ففي المثال الذي قدمناه أعلاه إذا مات المدين فلا يقال إن العقد دخله الغرر فيفسد بعد أن كان عقداً صحيحاً. بينما أن الخطر بمعناه المالي، مفهوم متحرك ولذلك تزيد المخاطر بتغير الظروف في المثال الذي قدمناه أعلاه.

¹ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية، مرجع سابق، ص 407

* رواه أبو داود عن أبي هريرة، باب بيع الغرر، 254/3، والبيهقي عن ابن عمر 302/5، والدارقطني عن ابن عباس 15/3. من موسوعة الحديث الشريف، المكتبة الالكترونية:

<http://www.iid-alraid.de/Hadeethlib/hadethb.htm>

- يتضح مما سبق أن الخطر في لغة الفقهاء هو وصف لنوع من العقود تتضمن صيغته حقوقاً والتزامات "احتمالية" لطرفيه، وأن الخطر في مفهوم الدراسات المالية متعلق بالقوى التي تحكم الوصول إلى الغرض النهائي من العقد¹.

ومما سبق نستنتج أن المخاطرة في المفهوم المالي أعم من الغرر، فالمخاطرة نوعان:

- 1- مخاطرة بسبب الجهل بالمبيع أو بالثمن، فهذه مقامرة وغرر.
- 2- ومخاطرة بسبب عدم تحقق العاقد من كونه رابحاً في الصفقة التي دخل بها، أي أنه يعلم المبيع والثمن لكنه لا يدري هل الثمن مناسب أم لا؟ وهل سيربح في السلعة بعد ذلك أم لا؟، فهذه المخاطرة ليست من الغرر، بل ولا تخلو منها أي تجارة².

4- **المخاطرة وعدم التأكد**: توجد علاقة خطية وقوية ما بين مستوى الخطر للإستثمار مع درجة عدم التأكد إذ ليس هناك مؤكد إلا الماضي" ولكن الإستثمار بالأوراق المالية يتعامل مع المستقبل، فتمثل المخاطرة وبشكل عام -وبناءً على التعاريف السابقة لها - احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية إستثمارية، وكذلك يمثل الخطر احتمال عدم تحقيق هدف الربحية³، ومن خلال ما يلي نحاول تعريف عدم التأكد والفرق بينه وبين المخاطرة.

- **عدم التأكد (Uncertainty)**: يعبر عن موقف لا تتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للإعتماد عليها في وضع توزيع إحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم فعليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن أن يكون عليها، ولما كانت تقديرات التوزيع الإحتمالي قائمة على تخمينات متخذ القرار فإنه يطلق عليها بالتوزيع الإحتمالي التقديري (Subjective Probability Distribution). فإذا كان القرار الإستثماري جديداً من نوعه، أو أن المؤسسات المنافسة في القطاع ترفض تزويد متخذ القرار بمعلومات تاريخية مفيدة، فلا سبيل لوضع توزيع إحتمالي للتدفق النقدي إلا بالبحث والإستشارة مع من لهم دراية بهذا النشاط، وذلك من أجل وضع تصور لهذا التوزيع. ويعرف أيضاً: عدم التأكد هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع إحتمالي موضوعي لعدم توافر أي بيانات ويعتمد في ذلك على الخبرات الشخصية ولذلك يطلق عليه بالتوزيع الإحتمالي الشخصي. وعدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير توزيع الإحتتمالات.

من خلال ما سبق يتضح لنا أن الفرق الجوهرى بين المخاطرة وعدم التأكد يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الإحتمالي للتدفقات النقدية. فإما على أساس بيانات تاريخية (في حالة مخاطرة)، وإما على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار (في حالة عدم التأكد)⁴. حيث تعرف حالة التأكد وتسمى أيضاً بالمعلومات الكاملة، وهي حالة يؤدي إتخاذ القرار فيها إلى نتيجة واحدة ومعروفة، أي أن التدفقات النقدية الداخلية والخارجية لها قيمة معروفة⁵.

¹ غالب عوض الرفاعي، خديجة خالدي، مخاطر الإستثمار في البنوك الإسلامية التقليب منها، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/?p=5473>، تاريخ التحميل:

2011/12/12، ص 5-6

² يوسف الشيبلي، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة، محاضرة ألقيت في دورة بحفر الباطن، السعودية، 1426 هـ، متاحة على الرابط:

<http://www.shubily.com/books/tatbiqat.pdf>، تاريخ التحميل: 2012/03/29، ص 18.

³ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 187

⁴ حرية الشريف، تقرير حول: عائد ومخاطر الإستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، جانفي 2005، ص 6، بتصرف

⁵ محمد نور علي عبد الله: تحليل مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1998 م، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.almaktabah.net، تاريخ الزيارة: 2011/07/07، ص 10

ثانياً- أنواع المخاطر: تتنوع المخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات بمختلف أنواعها، والمخاطر متعددة إختلف الباحثون في تصنيفها وتقسيمها، حيث تساعد تصنيفات (تقسيمات) المخاطر على تنظيم التحديد والتقييم والقياس والمراقبة المتعلقة طوال فترة التعرض للمخاطر. وتستخدم تصنيفات المخاطر في المشروع، لتحديد التأثير الكلي على المشروع¹.

ونقتصر في دراستنا على التقسيم الشائع بين مختلف الباحثين، والذي على أساسه نميز بين أدوات قياس المخاطر (المعالجة الكمية للمخاطر) التي تساعد على إتخاذ القرار الإستثماري المناسب، ويتمثل هذا التقسيم في تصنيف المخاطر إلى مخاطر كلية ويندرج تحت هذا التصنيف نوعين من المخاطر وهي المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

1- المخاطر النظامية : يطلق على المخاطر النظامية تسميات متعددة منها المخاطر المنتظمة، ومخاطر

السوق، والمخاطر العامة، والمخاطر غير القابلة للتنويع، وترتبط هذه المخاطر بالظروف السياسية والإقتصادية والإجتماعية كالأضرار العامة أو حالة الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الانقلابات السياسية، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال² بما فيها الصكوك الإسلامية بكافة أنواعها، لذلك يطلق عليها مصطلح مخاطر السوق Market Risk وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الإستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل³.

وبالطبع لا يتوقع أن يكون لتلك المخاطر تأثير متمثل على عوائد كافة الأوراق المالية⁴، فكلما كان إرتباط العائد لورقة مالية معينة بتغيرات عائد السوق الذي يعكسه الواحد أو أكثر من المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية كلما زاد الخطر النظامي لهذه الورقة مقارنة بورقة مالية ينخفض فيها مستوى الإرتباط القائم ما بين العائد الخاص لحامل الورقة وعائد السوق، لذلك فالخطر المنتظم يعود لمؤثر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة بنفس الكيفية ولكن بدرجات متفاوتة⁵.

ويرى بعض الباحثين أن استخدام إصطلاح المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع كمرادف لإصطلاح المخاطر النظامية هو استخدام غير دقيق، ذلك بأنه يعطي إنطباعاً بعدم إمكانية تخفيض تلك المخاطر بالتنويع، حيث أن التنويع الساذج أو البسيط لا يسهم بالفعل في تخفيض المخاطر النظامية، إلا أن أسلوب ماركوويتز في التنويع فضلاً عن التنويع الدولي من شأنها أحياناً تخفيض تلك المخاطر⁶.

وعليه نستخلص أهم خصائص المخاطر النظامية فيما يلي:

- أ- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.
- ب- لا يقتصر تأثيرها على مشروع معين أو قطاع معين.
- ج- ترتبط هذه العوامل بالظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية كالأضرار العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو إرتفاع معدلات أسعار الفائدة والعوامل السياسية ، فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.

د- تكون درجة المخاطر النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية:

1- في القطاعات التي تنصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: بالعزوز بن علي، إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 5-7

² محمد بشير مبروك، محصول نعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 6

³ قاسم علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سابق، ص 65

⁴ ورقة بحث بعنوان: المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 7

⁵ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 191، بتصرف

⁶ نقلاً عن: ورقة بحث بعنوان: المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 8

2- في القطاعات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات والمطاط.

3- في المنشآت التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي مرتفعة فيها.

ويمكن القول أن أكثر القطاعات تعرضاً للمخاطر النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أوراقها المالية بمستوى النشاط الإقتصادي بوجه عام، وكذلك بنشاط الأوراق المالية، وهذه الشركات كبيرة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على السوق¹.

2- المخاطر غير النظامية: ويطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر غير المنتظمة، والمخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطر القابلة للتنويع، والمخاطر الخاصة.

وتعرف على أنها تلك المخاطر التي تختص بها ورقة مالية معينة، أو ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تتفرد بها منشأة أو صناعة ما، ولا يتأثر السوق المالي بشكل عام بهذه المخاطر². حيث تظهر هذه المخاطر من خلال سلوك الورقة المالية (تغيرات معدل العائد) خلال مدة دراسة الخطر، والتي تعد انعكاساً لسلوك ونشاط الإصدار.

ففي الوقت الذي لا يمكن تجنب المخاطر النظامية لشموليتها وإرتباطها بالسوق، فإن المخاطر غير النظامية يمكن تجنبها وحسن التصرف معها بشكل أكفأ من المخاطر النظامية، من خلال تنويع المستثمر لمحفظة الأوراق المالية الخاصة به وعدم التركيز على أوراق مالية تصدرها منشأة معينة، ذلك أن المخاطر غير النظامية تمثل انعكاس مخاطر المنشأة خلال مدى زمني معين في قلب العائد الذي تحققه أوراقها المالية³، فتغيرات عائد صك منشأة ما والتي تعزى إلى المخاطر غير النظامية لا يوجد إرتباط بينهما وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر غير النظامية لعائد صك منشأة أخرى لإختلاف ظروف المنشأتين (أي أن عامل الإرتباط بين صك كل من المنشأتين متباعداً).

ومن الأمثلة على المخاطر التي يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنويع التغيرات التي تطرأ على عائد الصك نتيجة لدورات إقتصادية ترتبط بالصناعة التي تنتمي إليها المنشأة مصدره الصك، أو نتيجة لإضطرابات عمالية أو أخطاء إدارية تعاني منها، أو نتيجة لتغير طراً على أذواق المستهلكين بالنسبة للسلعة التي تنتجها، أو ظهور إختراعات جديدة منافسة لما تنتجه، حيث يتباين حجم المخاطر غير النظامية من منشأة إلى أخرى.

وفي مقدمة المنشآت التي تتسم بإنخفاض نسبة المخاطر النظامية وإرتفاع نسبة المخاطر غير النظامية شركات الأدوية، ففي مثل هذه المنشآت يكون الإرتباط ضعيفاً بين المستوى الإقتصادي في الدولة، وحجم مبيعات وأرباح صكوك تلك المنشآت، بمعنى أن الطلب على منتج تلك المنشآت لا يتأثر كثيراً بالظروف الإقتصادية السائدة بقدر إرتباطه بظروف المنشأة نفسها⁴. وعليه يمكن تعريف المخاطر الكلية على أنها:

¹ زياد رمضان، مبادئ الإستثمار، مرجع سابق، ص333-334

² محمد البشير مبيروك، محمود نعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية (العائد-المخاطرة)، مرجع سابق، ص 6

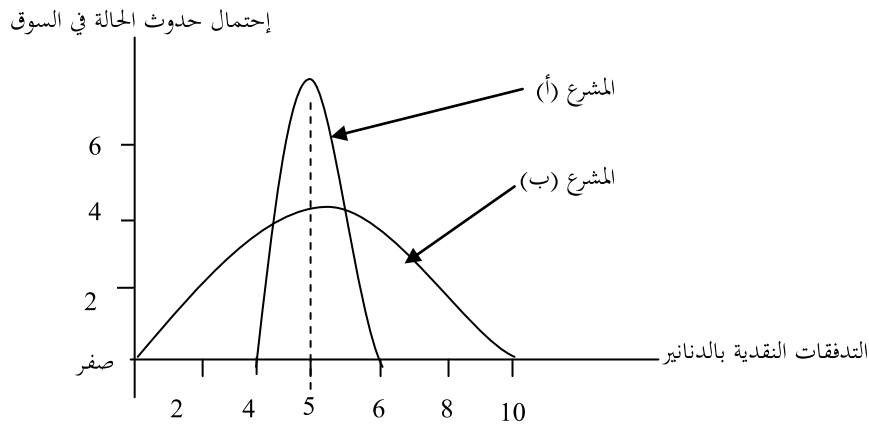
³ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص195-196، بتصرف

⁴ ورقة بحث بعنوان: المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 8

3- المخاطر الكلية: هي إجمالي المخاطر التي يتعرض لها عائد الإستثمار، وتعني النقلب الكلي في معدل العائد على الإستثمار¹ في السوق المالية أو مجال إستثماري آخر، وأيضاً عند جمع المخاطر النظامية مع المخاطر غير النظامية فإنها تشكل المخاطر الكلية أو مخاطر المحفظة، وهذه المخاطر هي التي سيتحملها المستثمر في الأوراق المالية، وباعتبار أن المستثمر يستطيع التأثير على المخاطر غير النظامية من خلال التنويع، فإنه لا يستطيع التأثير على المخاطر النظامية، وبالتالي فإنه يمكن التقليل من المخاطر الكلية من خلال المخاطر غير النظامية إلى أقصى درجة ممكنة والتي تتمثل في المخاطر النظامية²، وعليه يمكن أن نستنتج أن مصادر المخاطر الكلية تضم كلا من مصادر المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والتي يمكن أن نلخصها في: مخاطر التوقف عن سداد الإلتزامات، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر القوة الشرائية، مخاطر الإدارة.

ويعكس إتساع التوزيع الإحتمالي للعائد حجم المخاطر الكلية Total Risk التي ينطوي عليها هذا العائد، أي أن التوزيع الإحتمالي لمعدل العائد يوضح درجة المخاطرة المرتبطة بالإستثمار، حيث أن المخاطر الكلية للإقتراح الإستثماري تزداد كلما زاد إحتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة (مع العلم أن التشتت هو إنحراف القيم عن وسطها الحسابي)³. وكقاعدة عامة وبالنظر إلى الشكل التالي رقم: (2، 1)، كلما كان توزيع الإحتمالات أكثر إحكاماً (ضيقاً) كلما كانت النتيجة الفعلية أقرب إلى القيمة، وكلما كان توزيع الإحتمالات أقل إحكاماً أصبحت النتيجة الفعلية أبعد عن القيمة المتوقعة وأكثر خطورة⁴، أي أن إتساع المسافة بين طرفي المنحنى تدل على زيادة درجة المخاطرة في الإستثمار، والعكس صحيح، فكلما كان المنحنى أقل كلما دل ذلك على تقارب معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي، وكلما كان المنحنى مديباً قلت درجة المخاطرة: وبالنظر إلى الشكل نجد أن التوزيع الإحتمالي للمشروع (ب) يعكس عائداً ينطوي على مخاطر كلية تفوق تلك التي ينطوي عليها العائد الذي يعكسه التوزيع الإحتمالي للمشروع (أ)⁵.

الشكل رقم (2، 1): منحنى التوزيع الإحتمالي للعوائد



المصدر: علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص151

¹ حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، مرجع سابق، ص7

² الأخضر لقلبي، حمزة غربي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية، ورقة بحث مقدمة، إلى المنتدى الدولي حول الإقتصاد الإسلامي " الواقع ورهانات المستقبل"، غرداية، الجزائر، المنعقد يومي 23-24 فيفري 2011م، ص5

³ حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، مرجع سابق، ص7

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، ط1، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م، ص152

⁵ حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، المرجع السابق، ص7

ثالثاً - أدوات قياس المخاطر:

تعتبر المخاطر من المواضيع التي يصعب قياسها بشكل دقيق، ويتضح ذلك من مفهوم المخاطر والذي يعني عدم إنتظام العوائد، حيث تتخذ كل مؤسسة معايير خاصة لقياس نسبة المخاطر في مشاريعها، وثمة مؤسسات متخصصة في قياس المخاطر، ولكن هناك أدوات عامة تستعين بها كل المؤسسات في قياس المخاطر، وهذه أدوات تستخدم لقياس مخاطر الأوراق المالية ومن ضمنها الصكوك الإسلامية.

1 - التباين والانحراف المعياري (Variance and Standard Deviation):

يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس والمؤشرات الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر الكلية (المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية)، ويعد مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير النظامية للورقة المالية من خلال قياس تقلب معدل العائد حول وسطه المعبر عن القيمة المستقرة لعدد من مشاهدات معدل العائد، وعليه يقيس هذان المؤشران (الانحراف المعياري، والتباين) مدى إنحراف عائدات الصك الإستثماري عن العائدات المتوقعة، فالانحراف المعياري يقيس التشتت (Variance) عن الوسط الحسابي لعائدات الصك الإستثماري لسنوات سابقة، ثم تقارن العائدات السنوية مع المتوسط الحسابي للحصول على درجة الانحراف. وكلما كان تقلب عوائد الصك (سنوية، شهرية، فصلية،... الخ) بشكل كبير عن المتوسط (درجة الانحراف كبيرة) يعطي إشارة للمستثمر، كون الصك محل الإستثمار يحمل معه معدل مخاطرة مرتفع، بينما يعبر التقلب المنخفض لعوائد الصك عن وسطه الحسابي عن إستقرار الصك الإستثماري وقلة مخاطره.

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}} \dots\dots\dots (2, 2)$$

وقياس الانحراف المعياري والتباين لا ينحصر ببيانات تاريخية (حالة التأكد) بل يمتد للبيانات المتوقعة أيضاً (في حالة عدم التأكد)¹، والصيغة العامة عند وجود احتمالات حدث (أ):

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i}{n}} \dots\dots\dots (3, 2)$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري

\sqrt{v} : الجذر التربيعي للتباين (v)، ($\sigma^2 = v$)

R : تمثل العائد خلال فترة معينة

\bar{R} : متوسط العائد

n : عدد الفترات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$\sum_{i=1}^n$: تمثل علامة المجموع وهي تغطي الفترة ما بين $i=1$ إلى غاية $i=n$

P_i : احتمالات الحدث.

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 196. و أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 75

كما يمكن اللجوء لتقنية سبر الآراء لقياس الانحراف المعياري و يتم ذلك من خلال الحصول على توزيعات احتمالية حول توقعات تطور مؤشر ما أو تذبذباته، ويمكن كذلك تقدير تشتت توقعات المحللين الماليين حول أرباح ورقة مالية مدرجة بالبورصة¹.

وتجدر الإشارة أن الانحراف المعياري (σ) يقيس الحجم المطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار، ولكن السؤال يكمن حول إمكانية إعتبره مقياساً مقبولاً للمخاطر في كل الظروف؟ إن إستخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للإستثمارات المعروضة متساوية. وعند المفاضلة بين تلك الإستثمارات فمن المتوقع قبول الإستثمارات التي تنطوي على مخاطر أقل (أي التي تتميز بصغر حجم إنحرافها المعياري)، أما في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الإستثمارات البديلة من الصعب بأن الإقتراح الذي يتميز بصغر حجم إنحرافه المعياري هو الأقل تعرضاً للمخاطر، لأنه في هذه الحالة عادة ما تكون نتائج الانحراف المعياري مضللة، فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الإختلاف².

2 - معامل الإختلاف Coefficient of Variation: ويطلق على معامل الإختلاف CV بدرجة المخاطرة، ويستعمل معامل الإختلاف كمقياس للتشتت النسبي. ويعطي هذا المقياس حجم المخاطر لكل وحدة من وحدات العائد محسوبة على أساس الانحراف المعياري ومقسومة على العائد المتوقع المرجح (المتوسط) وكلما زاد معامل الإختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح.

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{معدل العائد المتوقع المرجح}} = \text{معامل الإختلاف}$$

حيث أن: معدل العائد المتوقع المرجح = مجموع (معدل العائد المتوقع X الإحتمال)

وبهذا فإن معامل الإختلاف CV يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل إستثمار كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه كل منهم، ويوفر أساساً أكثر منطقية للمقارنة بين البدائل المختلفة في الحالات التي يكون فيها العائد المتوقع غير متساوٍ بين هذه البدائل، أي أن معامل الإختلاف يستخدم عادة لتقييم مخاطر الإستثمارات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطر بين مجموعة إستثمارات تمثل كل مجموعة منها عدداً من الإستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة³.

3 - أدوات قياس المخاطر النظامية: تنشأ المخاطر النظامية كما تطرقنا إليها سابقاً من عوامل تؤثر في السوق بأجمعه، وبذلك تتأثر الأوراق المالية جميعاً سلباً وإيجاباً بها، فضلاً عن أن هذه المخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق تنويع المحفظة الإستثمارية، ويتطلب تقديره إيجاد الارتباط والتباين المشترك (التغاير) ما بين عائد السوق حسب ما يعكسه مؤشر السوق، وعائد الورقة المالية (الصك الإستثماري مثلاً) محل التحليل لمخاطره النظامية.

¹ نقلا عن: علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية - دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال

الفترة 1997-2010م، ورقة بحث مقدمة للملتقى الدولي الأول حول "الإقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي

لغرداية، 23-24/02/2011م، ص 12

² ورقة بحث بعنوان: المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 7، بتصرف

³ علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 153. وحرية الشريف، عائد ومخاطر الإستثمار، مرجع سابق، ص 8

كما يعد قياس المعامل بيتا Beta (β) مدخلاً مناسباً لتحديد المخاطر النظامية، حيث يعبر (β) عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق الممثل لتغيرات عائد السوق¹، ومن خلال ما يلي نحاول تناول هذه الأدوات كلاً على حده.

أ- **التغاير (التباين المشترك) Covariance**: هو مقياس لحجم المخاطر النظامية التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة، وهو مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين وذلك من حيث القيمة والاتجاه. فالمخاطر النظامية التي يتعرض لها عائد الصك الإستثماري تتمثل في تلازم التغير في سعر الصك (عائد الصك) مع التغير العام في حركة الأسعار في السوق (عائد السوق). والتغاير يرتبط ارتباطاً مباشراً بالمخاطر النظامية، فكلما زادت قيمة التباين كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتعرض لها الصك الإستثماري كبيراً، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة التباين والحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتعرض لها الصك. والتغاير: هو متوسط مجموع حاصل ضرب إنحراف عائد السوق وعائد الصك عن قيمتها المتوقعة.

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n} \dots\dots\dots(4, 2)$$

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: يمثل التباين المشترك بين معدل عائد الصك (i) ومعدل عائد السوق عبر مؤشر السوق (m)

R_i : تمثل معدل عائد الصك (i) في الزمن i

\bar{R}_i : تمثل القيمة المتوقعة لعائد الصك (i)

R_m : تمثل معدل عائد السوق (m) في الزمن i

\bar{R}_m : تمثل القيمة المتوقعة لعائد السوق

n : عدد المشاهدات

وهناك معادلة أخرى لقياس التباين وهي:

$$\text{cov}(R_i, R_m) = \rho_{im}(\sigma_i \times \sigma_m) \dots\dots\dots(5, 2)$$

$\text{cov}(R_i, R_m)$: تمثل التباين المشترك بين معدل عائد الصك (i) ومعدل عائد السوق (m)

ρ_{im} : يمثل معامل الارتباط بين عائد كل من الصك (i) والسوق (m)

σ_i : يمثل الإنحراف المعياري لعائد الصك

σ_m : يمثل الإنحراف المعياري لعائد السوق

كما أنه يمكن تحديد اتجاه العلاقة بين عائد الصك وعائد السوق باستخدام معامل الارتباط

ب - **معامل الارتباط Correlation**: هو أحد مكونات التباين المشترك، وأداة لتحديد نوع وقوة العلاقة بين

متغيرين (عائد الصك وعائد مؤشر السوق)، أي أداة لتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للصك

(عائد الصك) الذي يحدثه تغير معين في مستوى السوق (عائد السوق)

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص191، بتصرف

$$\rho_{im} = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i) (R_m - \bar{R}_m)}{\sqrt{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2} \sqrt{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}} = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_i \sigma_m} \dots (6, 2)$$

ويمكن الحكم على قوة العلاقة بين عائد الصك وعائد مؤشر السوق من حيث درجة قربها أو بعدها عن (± 1) ، حيث أن قيمة معامل الارتباط تقع في المدى $-1 < \rho < 1$ فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط (ρ) من 1 أو -1 كان الارتباط بين عائد الصك وعائد مؤشر السوق قوي، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيمة سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد السوق وعائد الصك.

ويمكن صياغة العلاقة ما بين المتغيرين: عائد السوق عبر مؤشر السوق R_m وعائد الصك R_i باستخدام الإنحدار الخطي البسيط لدراسة وتحليل أكثر تغير في عائد السوق على تغير عائد الصك.

ج- نموذج الإنحدار الخطي البسيط كمقياس للمخاطر النظامية: ويطلق عليه أيضاً بخط السمة أو نموذج السوق أو نموذج العامل الوحيد¹، ويعتبر هذا النموذج أسلوباً مناسباً لقياس المخاطر النظامية، فهو يسمح بدراسة وتحليل أثر تغير عائد السوق عبر مؤشر السوق على تغير عائد الصك، ويمكن صياغة هذه العلاقة بالمعادلة الخطية الآتية

$$R_i = a_i + B_i R_m \dots (7, 2)$$

حيث أن:

R_i : يمثل عائد الصك (i) وهو المتغير التابع (الذي يتأثر)

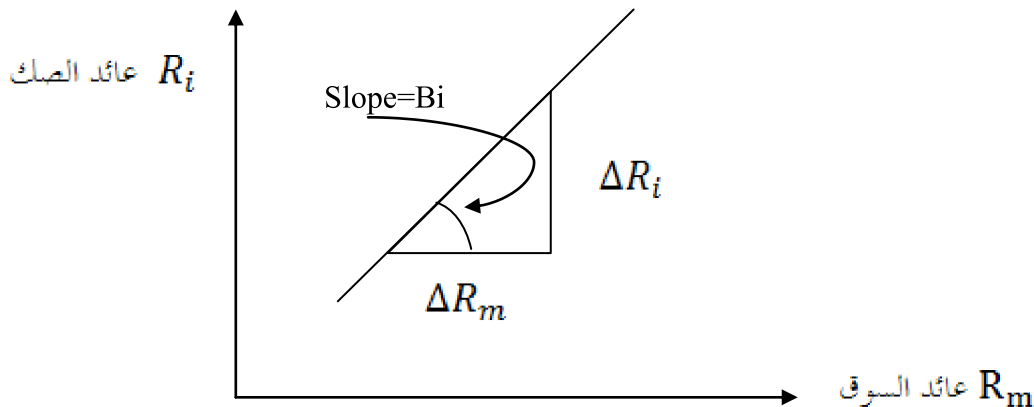
a_i : ثابت يعكس معدل العائد للصك (المتغير التابع) في حالة إنعدام قيمة تغير عائد السوق (المتغير

المستقل) أي في حالة $R_m = 0$

B_i : بيتا، ثابت، ويمثل ميل معادلة الخط المستقيم $(a_i + B_i R_m)$ ، ويعكس التغير الحاصل في معدل عائد

الصك R_i نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق R_m بوحدة واحدة، ويمثل الشكل رقم (2، 2) هذه العلاقة.

الشكل رقم (2، 2): يوضح تغير معدل عائد الصك بتغير عائد السوق



المصدر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 192. بتصريف

¹ بالإعتماد على: حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، مرجع سابق، ص 13. ودراسة بعنوان: الارتباط والإنحدار الخطي البسيط، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.Jamasi.com/ehsa/correlation/linerok.html، تاريخ التصفح: 2011/07/25م، ص3

والممارسة العملية التاريخية في الأسواق المالية، توضح بأن هناك إتجاهاً إقترانياً ما بين تغيرات أسعار السوق معبراً عنها بمؤشر السوق Markets Index وتغيرات أسعار الأوراق المالية، فالإتجاه الصعودي للسوق يقترن بإتجاه تصاعدي لأسعار الأوراق المالية، وعلى العكس عند اتجاه الرقم القياسي لأسعار السوق إلى الهبوط، وبالتالي فالربط ما بين المتغيرين للتعبير عن مدى التأثير الذي يعكس لنا المخاطر النظامية أمر ممكن بواسطة المعامل β ¹.

ويمكن التوصل إلى قياس β من خلال الصيغة:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma_m^2} \dots\dots\dots (8, 2)$$

حيث أن:

β_i : تمثل المعامل بيتا للصك الإستثماري

R_m : معدل عائد مؤشر السوق

R_i : معدل عائد الصك

σ_m^2 : تباين معدل عائد مؤشر السوق.

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: التباين المشترك (Covariance): وهو حاصل ضرب معامل الارتباط ρ بين عائد الصك R_i وعائد مؤشر السوق R_m مضروب في الانحراف المعياري لعائد مؤشر السوق (σ_m) والانحراف المعياري للصك (σ_i) .

ويجري حساب β_i لبيانات تاريخية لعدد من الأوراق المالية (الصكوك مثلاً) للتعرف على مدى ارتباط عائد الصك بعائد السوق، فضلاً عن إمكانية التنبؤ بقيمة β_i عند اعتماد قيم (تنبؤ) لعائدي الصك والسوق.

والطريقة الإحصائية لتقدير المعامل β_i لا تختلف عن الصيغة السابقة بل هي نفسها، حيث تصل إلى $\hat{\beta}_i$ من خلال تبني العلاقة:

$$R_i = a_i + B_i R_m + e_i \dots\dots\dots (9, 2)$$

e_i : متغير عشوائي

ولقياس المعامل \hat{B} (ميل الخط المقدر):

$$\hat{B}_i = \frac{\sum r_{im}}{\sum r_m^2} \dots\dots\dots (10, 2)$$

حيث أن:

$\sum r_{im}$: مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد السوق وعائد الورقة عن وسطها الحسابي (r) بالحروف

الصغيرة بلاً من R للدلالة على العوائد بالقيم الإنحرافية (القيمة عن الوسط الحسابي لكل

مشاهدة Observation)

$\sum r_m^2$: مجموع مربعات انحرافات عائد السوق متغيراً مستقلاً في العلاقة

¹ لنفاصل أكثر أنظر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 192-193، بتصرف

لذلك يعد المعامل بيتا (β) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية لقياسه حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلاً) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق. ويمكن تعريف معامل بيتا بالنسبة للصك: على أنه مقياس لسرعة تأثر الصك مقارنة بحركة السوق. وبموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الصكوك الإستثمارية الإسلامية إلى صكوك إستثمارية ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق، وذات طبيعة دفاعية إذا كانت بيتا أقل من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها ستكون أقل من مخاطر السوق، والجدول رقم (1،2) يفسر المعامل بيتا للصك بالنسبة لمعامل بيتا لعائد مؤشر السوق والذي يساوي الواحد الصحيح (1).

الجدول رقم (1،2): تفسير للقيم التي يمكن أن يأخذ معامل الحساسية بيتا (β)

قيم بيتا (β_i) لصك (i)	التفسير
$\beta_i > 1$	مخاطرة الصك (i) أكبر من مخاطرة السوق
$\beta_i = 1$	مخاطرة الصك (i) مساوية لمخاطر السوق
$\beta_i < 1$	مخاطرة الصك (i) أقل من مخاطر السوق
$\beta_i = 0$	مخاطرة الصك (i) غير مرتبطة بمخاطر السوق
$\beta_i = -1$	مخاطرة الصك (i) مساوية لمخاطر السوق ولكن إتجاه تحرك عائد الصك (i) معاكس لإتجاه عائد مؤشر السوق

المصدر: http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm#b5 ، تاريخ الإطلاع: 2011/06/25م، بتصرف.

وبهذا يمكن إيجاد المعامل بيتا (β) إذا توافرت لدينا معلومات عن معدلات عائد الصك المصدر من منشأة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة، وكذلك معلومات عن معدل العائد لمؤشر السوق عن الفترة نفسها. مرة أخرى نؤكد أن المخاطر النظامية تعود لمؤثر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة، ومثل هذه المخاطر لا يمكن القضاء عليها من خلال عملية تنويع المحفظة الإستثمارية، وبالتالي فعلى المستثمر طلب تعويضاً عنها أو علاوة مخاطرة Premium، لذلك فإن متابعة مؤشر السوق وحساب التغير في معدل عائد السوق الناتج عن المؤشر جاء لمساعدة المستثمر في حساب المخاطر النظامية، ووضع تقدير لعلاوة المخاطرة عند إتخاذ القرار الإستثماري¹.

ونرى أن معامل الحساسية بيتا (β_i) يجمع بين أدوات قياس المخاطر النظامية سابقة الذكر ويظهر ذلك من خلال طريقة حسابه، وعليه يمكن القول أن الإعتماد على المعامل بيتا يكفي لقياس المخاطر النظامية ويساعد المستثمر في إتخاذ القرار الإستثماري.

وبالنسبة للمحفظة الإستثمارية بإعتبارها مجموعة من الأوراق المالية فإن معامل بيتا للمحفظة β_p هو متوسط معاملات بيتا لأوراقها مرجحة بالوزن الإستثماري، وهذا يعني أن تدني معامل بيتا لأوراق المحفظة ينجم عنه معاملاً β_p منخفضاً للمحفظة الإستثمارية².

$$\beta_p = \sum m_i \beta_i \dots\dots\dots(11, 2)$$

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 193-194، بتصرف
² محمود الداغر، المرجع سابق، ص 221

حيث:

β_p : معامل بيتا للمحفظة.

β_i : معاملات بيتا لأوراق المحفظة الاستثمارية.

m_i : الوزن الإستثماري لكل ورقة في الإستثمار الإجمالي للمحفظة.

إذن فالمعامل بيتا β_p لمحفظة الأوراق المالية (الإستثمارية) يعبر عن المخاطر النظامية، والذي يعتبر كمؤشر لتسييرها¹.

المطلب الثالث: المبادلة بين العوائد والمخاطر

تعتبر المبادلة بين العائد والمخاطرة من أهم الأسس التي يعتمد عليها قرار الإستثمار نظراً لوجود ارتباط مباشر بين العائد والمخاطرة، فكلما زاد العائد المتوقع من الإستثمارات إزدادت المخاطرة، وعليه يجب أن يكون هناك عائد متوافق مع درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر، فكلما زاد طلب المستثمر لعائد أكبر تزداد المخاطرة المصاحبة لهذا العائد أو ما يدعى بالعائد المطلوب (المرغوب)، وهنا لابد أن نشير إلى أن عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة للوصول إلى قرار الإستثمار تعتمد على توقعات المستثمرين في المستقبل، وبالتالي هذه العملية (التوقع) تتم قبل إتخاذ القرار (إختيار البديل) مما يؤكد صعوبة إتجاه قرارات الإستثمار².

وعليه نجد أن مبدأ المبادلة بين المخاطر والعوائد ينشأ من نقاط أساسية هي:

1- أن جميع المستثمرين هيابون من المخاطر Risk Aversive؛

2- أن درجة هياب الواحد تختلف عن الآخر؛

3- أن جميع المشاريع الإستثمارية لها مخاطرها ولها عوائدها؛

4- أن المستثمر يبحث دوماً عن المشروع الذي يحقق أقصى ما يمكن من العوائد مع أقل ما يمكن من المخاطر

أو (بشكل عام) عن المشروع الذي تتلاءم عوائده مع مخاطره؛

5- في حالة المفاضلة بين مشروعين أحدهما ذا مخاطر عالية وفوائد عالية والآخر ذا مخاطر متدنية وعوائد متدنية

يقوم كل مستثمر بإختيار المشروع الذي يتلاءم مع مستوى تحمله للمخاطر ولكن ضمن حدود، فهو لكي يقبل

مشروعاً يجب أن تكون عوائد المشروع ملائمة لمخاطره وهذا هو بيت القصيد من هذا الموضوع، أي كيفية التأكد

من أن مخاطر المشروع ملائمة لعوائده.

يتم التأكد من أن مخاطر المشروع ملائمة لعوائده عن طريق إستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model ونرمز له بالحروف CAPM³. ويعتبر هذا النموذج من أهم النظريات التي تربط بين العائد والمخاطرة، من خلال تحديده إطاراً عاماً لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة بإستخدام المعامل بيتا كمقياس للمخاطرة، إذ يوفر آلية جيدة لتحديد الحد الأدنى للعائد المطلوب للتعويض عن خطورة الإستثمار من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة.

ويعبر عن العائد المطلوب بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال المعادلة التالية:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) B_i \dots\dots\dots(12, 2)$$

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية-، ج1، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011م، ص 476

² قاسم علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سابق، ص ص 69-71

³ زياد رمضان، مبادئ الإستثمار، مرجع سابق، ص 365

حيث أن:

R_i : يمثل معدل العائد المطلوب على الورقة المالية i

R_f : يمثل العائد الخالي من المخاطرة

B_i : معامل بيتا للورقة المالية i

R_m : معدل العائد على محفظة السوق

$(R_m - R_f) B_i$: علاوة مخاطر الورقة المالية

$(R_m - R_f)$: يمثل علاوة مخاطر السوق

كما أنه يمكن التعبير عن العائد المطلوب بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال خط سوق الأوراق

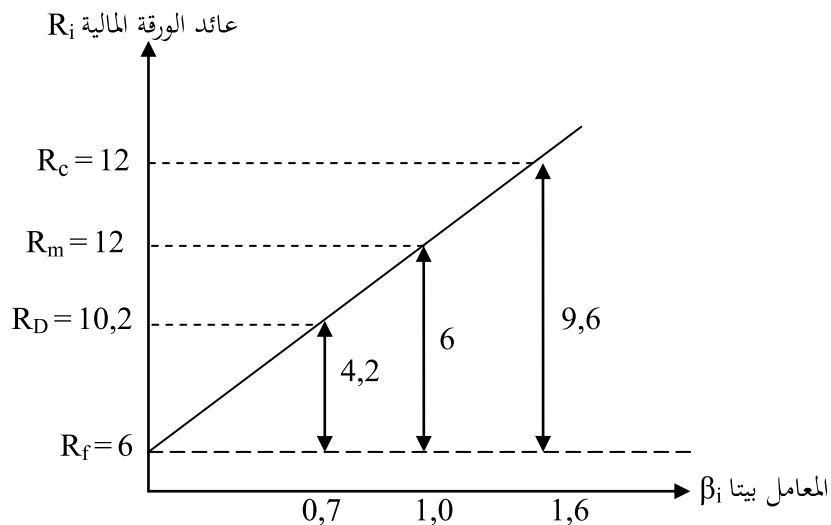
المالية:

$$\text{العائد المطلوب} = \text{العائد الخال من المخاطر} + \text{علاوة مخاطر الورقة المالية}$$

ويمثل خط سوق الأوراق المالية (Security Market Line-SML) والموضح في الشكل رقم (2، 3) أدناه، العلاقة

الخطية بين العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا، فعند مستوى معين من المخاطرة، يبين خط سوق الأوراق المالية SML معدل العائد المطلوب المقابل، إذ يمثل ميل خط سوق الأوراق المالية علاوة مخاطر السوق $(R_m - R_f)$ وهو ثابت¹.

الشكل رقم (2، 3): يوضح خط سوق الأوراق المالية (-Security Market Line-SML)



المصدر: http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm#b5 ، تاريخ الإطلاع: 2011/06/25م.

حيث:

علاوة المخاطرة للورقة المالية C تساوي إلى: 9.6%

علاوة المخاطرة للورقة المالية D تساوي إلى 4.2%

علاوة مخاطرة السوق تساوي إلى: 12% - 6% = 6%

إذن خط السوق للورقة المالية يتوقف على:

¹ نقلاً عن: برنامج تدريبي بعنوان: أساسيات في الإستثمار (العائد والمخاطرة)، التدريب عن بعد عبر شبكة الإنترنت، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، متاح على الرابط: www.arab-api.org/cours1/c1-1.htm ، تاريخ التصفح: 2011/07/25م.

أ - مستوى عائد الأوراق المالية خالية المخاطر R_f

ب - تغيرات المعامل بيتا β_i

وكلما تغير أحد المؤشرين (β_i, R_f) فإن خط السوق يتغير، وعلى المستثمر أخذ ذلك بالحسبان¹.

إذن يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أسلوباً مناسباً لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة ويوفر آلية يمكن من خلالها تحديد الحد الأدنى للعائد المطلوب للتعويض عن خطورة الإستثمار، كما أنه يقدم تقنية متطورة لتحليل وتقييم الأوراق المالية وإتخاذ ما يتعلق بها من قرارات. ونحاول من خلال ما يأتي بيان موقف الشريعة الإسلامية من مكونات معادلة هذا النموذج (تحديد العائد المطلوب) ومحاولة طرح علاج للمخالفات الشرعية الواردة في المعادلة حتى يتسنى إستخدامها لإتخاذ القرار الإستثماري بالشراء أو الإمتناع أو البيع للصكوك الإستثمارية الإسلامية بإعتبارها ورقة مالية شرعية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

أولاً- نظرة الشريعة الإسلامية لمكونات العائد المطلوب بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

من أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلى تقييم الإستثمار هو الرغبة على الإطمئنان على فرص نجاح المشروع والتعرف على مدى المخاطرة وإحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة، وبذلك يشكل هدف حماية الأموال المستثمرة والمحافظة عليها أحد الأسباب الموجبة لتقييم الإستثمار. ويعتبر هذا الهدف أساسياً بالنسبة للتقييم من المنظور الإسلامي، فالمستثمر في الإسلام ليس أقل حرصاً على حماية أمواله من المستثمرين الآخرين، بل إن هدف حماية وصون الأموال أصل من الأصول الإسلامية الخمسة التي تدور حولها مجمل أحكام الشريعة الإسلامية السمحة (حفظ الدين والمال والنفس والعقل والنسل)².

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كما تمت معالجته من قبل، من أهم النماذج التي لازالت تحظى بإهتمام الكثير من الباحثين والمختصين بتقييم الأصول الرأسمالية، من خلال توفيره إطاراً عاماً لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة، وتبرز أهمية النموذج بالنسبة للمستثمر من خلال تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر ويحقق له تعويضاً عن المخاطر التي يتعرض لها عند الإستثمار.

أما من حيث بيان الموقف الشرعي لهذا النموذج ومعادلته التي تسمح بتحديد العائد المطلوب الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، فالإسلام لا يرفض هذا العائد المطلوب بل يرفض مكونات هذا العائد (مكونات معادلة تحديد العائد المطلوب على الأصل)، والمتمثلة في العائد الخالي من المخاطرة والذي يعكس بأذونات الخزينة، إضافة إلى بيان موقف الإسلام من علاوة المخاطرة³.

1 - نظرة الشريعة الإسلامية إلى العائد الخالي من المخاطرة: يعرف العائد الخالي من المخاطرة على أنه العائد المضمون الحصول عليه ولا يتعرض لأية تقلبات أو مخاطر ومنها مخاطر الإفلاس Default Risk، هذا العائد لا يوجد إلا نظرياً حيث من المستحيل أن يكون هناك عائد خالي تماماً من المخاطرة، ولكن مطوروا هذا المصطلح يستخدمون معدل الفائدة على أذونات الخزينة الحكومية كمقياس للعائد الخالي من المخاطرة، وتكون المخاطرة على هذه الأذونات في أدنى المستويات بسبب إستحالة إفلاس الحكومة (إلا في حالات نادرة)، وكذلك قصر مدة

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 224

² حسين محمد سمحان، نحو إستخدام مؤشرات مالية إسلامية في تقييم المشروعات الاقتصادية، دراسة منشورة بمجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، مخبر العولمة وإقتصاديات شمال

إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، السداسي الثاني 2009م، ص 107

³ حسين سمحان، نحو إستخدام مؤشرات مالية إسلامية، المرجع السابق، ص 114

إستحقاق هذه الأدونات (غالباً ثلاثة أشهر)¹، وبالتالي أقل تأثراً بتغيرات سعر الفائدة أو التضخم، هذا من حيث مفهوم العائد الخالي من المخاطر.

أما من حيث بيان موقف الشريعة الإسلامية منه، فقد أوصى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة في قراره رقم: 59(6/10) بضرورة الإسراع بإيجاد أدوات وصيغ تستخدم في الأسواق المالية. ومؤشر قياس الأداء يكون بديلاً مقترحاً عن سعر الفائدة الربوي في تحديد هامش الربح في المعاملات². فالفائدة المدفوعة على أدونات الخزينة هي التي تمثل العائد الخالي من المخاطرة في معادلة إحتساب العائد المطلوب من قبل المستثمر. وقد جاء في قرار المؤتمر الإسلامي الثاني لمجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة المنعقد في شهر محرم سنة 1385هـ الموافق لـ ماي 1965م بشأن المعاملات المصرفية: « الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الإستهلاكي، وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين »³. وعليه لا يجوز الإعتماد على معدل الفائدة على أدونات الخزينة في معادلة تحديد العائد المطلوب على الأصل.

تجدر الإشارة إلى نقطة مهمة هي أن فكرة العائد المطلوب في معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، تعتمد على وجود عائد مطلوب من قبل المستثمر يحقق له تعويضاً عن النقص في القوة الشرائية للنقود (التضخم)، وعن معدل الفائدة البحث، وعن المخاطر التي سيتعرض لها نتيجة هذا الإستثمار، ويعبر عن العائد المطلوب بدلاً من النقص في القوة الشرائية للنقد ومعدل الفائدة البحث بالعائد الخالي من المخاطرة⁴. أي أن المستثمر يتعامل مع العائد خالي المخاطر، كونه العائد الذي يؤمن قيمة النقود المقترضة (يمثل قيمة النقود للمقترض دون مخاطرة)، وهو ما جعل أدونات الخزينة معدلاً قياسياً للعائد خالي المخاطر حيث يتضمن هذا المعدل عنصرين:

أ- معدل عائد خال من مخاطر التضخم الحقيقي ويرمز له بالرمز: K^*

ب- علاوة التضخم -IP- Inflation Premium مساوٍ لمعدل التضخم⁵.

$$R_f = K^* + IP \dots\dots\dots(2, 13)$$

وبما أن مجامع الفقه الإسلامي وجمهور الفقهاء يتفق على عدم جواز إستخدام العائد الخالي من المخاطر لإعتماده على معدل الفائدة المحرمة شرعاً. تظهر هنا ضرورة بيان موقف الشريعة من التضخم.

2- موقف الشريعة من التضخم: يستدل من أقوال جمهور الفقهاء على أن للزمن قيمة مالية في البيوع فقط دون القروض، ورغم إختلاف الفقهاء حول مسألة تغير القيمة الشرائية للنقود الورقية وتأثيرها على الديون. إلا أن مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة المنعقدة في الكويت من: 1 إلى 6 جمادى الأولى 1409 هـ، الموافق لـ 10 إلى 15 ديسمبر 1988م، أفتى بالوفاء بالمثل، حيث جاء في القرار رقم: 42 (5/4): "... العبرة في وفاء الديون الثابتة بعملة ما، هي بالمثل وليس بالقيمة، لأن الديون تقضى بأمثلها"⁶.

¹ نقلاً عن موقع ويكيبيديا، متاح على الرابط: عائد خال من المخاطرة/ www.ar.wikipedia.org/wiki، تاريخ التصفح: 2011/07/25م

² لمزيد من التفاصيل، أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة السادسة، العدد 6، الجزء الثاني، 17-23 شعبان 1410هـ/ 14-20 مارس 1990م، ص1273

³ يوسف القرضاوي، فوائد البنوك في الربا الحرام، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2003م، نقلاً عن: حسين سمحان، نحو إستخدام مؤشرات مالية إسلامية، مرجع سابق، ص112

⁴ حسين سمحان، راجع نفسه، ص109-111، بتصرف

⁵ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص199

⁶ أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة الخامسة، العدد 5، الجزء الثالث، 01-06 جمادى الأولى 1410هـ/ 10-15 ديسمبر 1988م، ص1609.

ويرى جمهور علماء المسلمين عدم جواز طلب تعويض من المدين عن إنخفاض القوة الشرائية للنقد (التضخم) في عقود القروض، فإذا أقرض شخص ما لشخص آخر مائة دينار لمدة سنة فلا يجوز له إسترداد إلا مائة دينار فقط دون زيادة أو نقصان، حتى وإن بلغت نسبة التضخم 100% طالما أن النقود مازالت في التداول ولم تنقطع، أما في البيع والتجارة فيجوز للبائع أو التاجر أو المستثمر أن يطلب تعويضاً عن الإنخفاض المتوقع في القوة الشرائية للنقد لكن ليس على سبيل الإلزام.

مثلاً إذا أرادت جهة ما إصدار صكوك إستثمارية إسلامية لتمويل مشروع ما، فمن المهم على جهة الإصدار أن تأخذ بعين الإعتبار نسبة التضخم المتوقعة عند إعداد دراسة الجدوى الإستثمارية لهذا المشروع. لأن حامل الصك الذي يرغب في إستثمار أمواله بطريقة شرعية من حقه أن يعرف نسبة التضخم للإستثمار الذي سيقدم عليه، ولأنه لا يملك سوى خيار الإستثمار ليحمي أمواله من مشاكل التضخم، فإذا كانت نسبة التضخم المتوقعة 5% مثلاً فهذا يعني أنه سيقوم بهذا الإستثمار إذا تم التوقع أن يحقق المشروع الممول بالصكوك عائداً أعلى من 5%، وذلك للمحافظة على قيمة الأموال المستثمرة، بل وزيادتها أيضاً. فإذا كان العائد المتوقع من الإستثمار يحقق له ذلك - ولنفرض أنه 8% مثلاً- فسيقوم بالإستثمار، إلا أنه قد يحقق أقل من 8% أو حتى 5% أو تحقيق خسائر، فهذا يعتمد على النتائج الفعلية للإستثمار على النتائج المتوقعة.

وهذا يختلف تماماً عن التعويض الذي يطلبه المستثمر في النظام الربوي مقابل التضخم فهو يطلب ذلك على سبيل الإلزام، ففي السندات التقليدية التي تطرحها المؤسسات يطلب المستثمر العائد الذي يحقق المحافظة على قيمة النقود أو زيادة هذه القيمة على سبيل الإلزام مع ضمان جهة الإصدار لسندات رأس المال النقدي إضافة إلى الفائدة دون أن يكون له علاقة بنتائج إستثمار الأموال.

إن فالإسلام لا يحرم على المستثمر أن يأخذ في حسابه نسبة التضخم المتوقعة عند إعداد دراسات الجدوى أو إتخاذ القرارات الإستثمارية كالإستثمار في الصكوك الإسلامية. فيجوز للمستثمر أن يطلب تعويضاً عن نسبة التضخم المتوقعة (تعويضاً عن الإنخفاض المتوقع في القوة الشرائية للنقد) للمحافظة على قيمة أمواله المستثمرة وذلك بأن يتضمن العائد من قبله نسبة التضخم المتوقعة شرط أن يكون ذلك على سبيل التوقع والطموح لا على سبيل الإلزام.

وعادة ما تقاس نسبة التضخم (نسبة إنخفاض القوة الشرائية للعملة) من خلال إحتساب الزيادة في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) وتحتسب هذه الزيادة من خلال حساب معدل الإرتفاع في أسعار مجموعة من السلع الإستهلاكية الأساسية (سلة سلع المستهلك).

3- موقف الشريعة من علاوة المخاطرة: تعرف علاوة المخاطرة على أنها نسبة العائد الذي يطلبه المستثمر مقابل الإستثمار في أصل مالي كتعويض عن تحمله للمخاطر المرتبطة به¹.

من أهم القواعد التي أرساها الإسلام تلك التي نجم عنها إستحقاق الربح بالمال أو بالعمل، وأن المال لا يستحق الربح إلا إذا تحمل صاحبه مخاطر إستثماره بإستمرار ملكيته لماله، أما إذا تنازل عن ملكية هذا المال بإختياره كما في حالة القرض، فلا يجوز له بأي حال من الأحوال أن يأخذ أي عائد على هذا المال حتى وإن تحقق ذلك، كما أنه لا يتحمل مخاطر إستثمار أموال ماله المقرض. ففي الصكوك التجارية (المرابحة، السلم، الإستصناع) مثلاً، لا

¹ نقلاً عن موقع ويكيبيديا، متاح على الرابط: علاوة مخاطرة/ www.ar.wikipedia.org/wiki، تاريخ النسخ: 2011/07/25م

يستحق حملة الصكوك الربح إلا إذا تملكوا السلعة محل التمويل (تحمل مخاطر هلاكها أو التصرف فيها) ثم تصرفوا فيها، فلا يجوز لهم بيع ما لا يملكون، وفي صكوك المضاربة لا يستحق حملة الصكوك إلا إذا تحملوا مخاطر استثمار أموالهم، من خلال استثمار ملكيتهم لهذا المال، ولا يكون المضارب (مصدر الصكوك) ضامناً للمال، ولا يجوز ذلك لأن يستحق الربح بالعمل، وأن مخاطره تتمثل في عدم تحقيقه أرباحاً تتناسب مع جهده المبذول، فهو يخاطر بضياح جهده في هذا العقد، كذلك في صكوك المشاركات فلا يحق لحملة الصكوك أو مصدر الصكوك في هذه الحالة اشتراط ربح محدد دون النظر إلى نتيجة استثمار المال، فيجب أن تكون الأرباح حصة شائعة من الربح الذي يتحقق من استثمار الأموال، ويتحملون الخسارة في حالة وقوعها. وهكذا نجد أن من أهم الشروط التي وضعها الإسلام لإستحقاق الربح الناتج عن استثمار المال، شرط الملكية والتي تتضمن بشكل مؤكد تحمل المالك مخاطرة هذا المال.

والإسلام يعترف بالمخاطرة ومكافأتها، وهذا يعني أنه يجوز للمستثمر أن يطلب على سبيل التوقع لا الإلزام تعويضاً (علاوة مخاطرة) عن المخاطر التي سيتحملها نتيجة استثمار ماله في الإكتتاب في الصكوك الإسلامية أو في مجال آخر، حيث أن حماية المال وحفظه من الأصول الإسلامية الخمس التي تدور حولها مجمل أحكام الشريعة.

فالمخاطرة لا تعتبر عاملاً مستقلاً عن عوامل الإنتاج، بل هي عاملاً تابع يرتبط تارة بالمال وتارة بالعمل، فيكون من شأنه زيادة حق هذا المال أو هذا العمل، في الربح أو في الكسب، الدليل:

أ- حملة صكوك المضاربة يستحقون الربح بمالهم ومخاطرتهم، وبهذا فإن للمخاطرة دوراً تابعاً في الكسب لا دوراً مستقلاً.

ب- الجعل* عادة يكون أكبر من الأجر بسبب إرتفاع المخاطرة في الجعل عنها في الأجر لأن العامل في الجعل سيقدم على عمل لا يعرف نتيجته.

ج- لو طلب رب المال من عامل أن يشترك معه في الربح بدلاً من أن يدفع له أجراً محدداً قدره ألف مثلاً، فلن يقبل العامل بهذا العرض إلا إذا توقع عائداً، أعلى من الأجر وبمقدار ملائم لتغطية المخاطرة التي قد تتعرض لها أعمال الشركة نفسها¹.

وعليه نستنتج من خلال ما سبق أن الشريعة الإسلامية تقبل من المستثمر أن يطلب تعويضاً عن المخاطرة التي سيتحملها، شريطة أن لا يكون ذلك على سبيل الإلزام بل على سبيل التوقع.

وخلاصة القول أن الشريعة الإسلامية لا تقر جميع الأسس التي يتم إحتساب معدل العائد المطلوب على أساسها في معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهذا يقتضي تعديل مفهوم مكونات العائد المطلوب على الأصل لتتناسب مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يعني أن الإسلام يقبل من المستثمر أن يطلب تعويضاً عن النقص الذي يطرأ على كمية الأموال وقيمتها إضافة إلى تعويض عن المخاطرة التي سيتحملها، شريطة أن لا يكون على سبيل الإلزام بل على سبيل التوقع².

* الجعل: بضم الجيم وسكون العين:- ما يُجعل للعامل مقابل عمله، وهو الإجارة على منفعة مظنون حصولها، يصل مشاركة الطبيب على البرء، والمعلم على النجاح، وناشد الضالة على العثور عليها، وفي منعه وجوازه خلاف بين الفقهاء.

¹ محمد القطان، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة: الأسواق المالية الإسلامية، المنعقدة في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، يومي: 14-15 ربيع الثاني 1428هـ الموافق لـ 1-2 ماي 2007م، ص 28-30، بتصرف

² حسين سمحان، نحو إستخدام مؤشرات مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 113، بتصرف

وعلى هذا الأساس إقترح الأستاذ حسين محمد سمحان معادلة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية لتحديد العائد المطلوب.

ثانياً - معدل العائد المطلوب المقترح ضمن أحكام الشريعة الإسلامية:

قد سبق القول أن الشريعة الإسلامية لا ترفض العائد المطلوب من قبل من يستثمر في الصكوك الإسلامية أو مشروع آخر، بل يرفض مكونات هذا العائد الذي يعتمد على معدل الفائدة لأذونات الخزينة ويطلب على سبيل الإلزام في الإقتصاد الرأسمالي، فما هو الحل إذن؟

يرى الأستاذ حسين محمد سمحان، أن المستثمر المسلم رشيد أيضاً، مما يعني أنه سيطلب عائداً يحافظ له على كمية أمواله وقيمتها إضافة إلى عائد يعوضه عن مخاطر الاستثمار ضمن أحكام الشريعة الإسلامية. وقد تم توضيح أنه يجوز للمستثمر المسلم أن يطلب عائداً يعوضه عن التضخم للمحافظة على قيمة ماله المستثمر، كما أنه يجوز طلبه تعويضاً عن المخاطر، ولكن هناك أمراً آخر يؤثر على كمية المال المستثمر من قبل المسلم بحيث يقلل كمية هذا المال، وهذا المؤشر السلبي على كمية الأموال هو الزكاة (من وجهة النظر المادية فقط). هذا يعني أن المستثمر المسلم سيطلب عائداً يعوضه عن الزكاة والتضخم والمخاطرة، أي أن معادلة حساب معدل العائد المطلوب تكون وفق مايلي:

العائد المطلوب من قبل المستثمر = نسبة الزكاة حسب طبيعة النشاط + نسبة التضخم المتوقعة + علاوة المخاطرة

ومن شروط استخدام هذا العائد المطلوب:

- أن يكون خال من الفوائد الربوية
- أن يكون العائد المطلوب لتعويض القيمة الزمنية في البيوع والعقود والصكوك الإسلامية التي لا تنطوي على بيع النقد كما هو الحال في القروض بفائدة.
- أن يكون العائد المطلوب من قبل الممول على سبيل التوقع لا الإلزام قبل إبرام العقد المقبول شرعاً من حيث زيادة الثمن الآجل عن الثمن النقدي¹.

إلا أنه يؤخذ على هذا الإقتراح، أنه لم يبين كيفية حساب علاوة المخاطرة.

¹ حسين سمحان، المرجع السابق، ص ص 114-116، بتصرف

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

إن الإستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أسباب المخاطر التي نكتنفها الغموض وسرعة التقلب، والصكوك الإسلامية بإعتبارها وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط إستثماري معين فإنها تمثل أصولاً مالية ضمن المشروع الإستثماري، وهذه الأصول المالية قد تكون: أعياناً أو منافعاً أو خدمات أو حقوقاً معنوية أو نقوداً أو ديوناً أو خليطاً من ذلك كله أو بعضه.

ولأن هذه الأصول المالية تكون على شكل موجودات المشروع الإستثماري فإنها معرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأصول والمشاريع الإستثمارية.

وبإعتبار أن هذه الأصول المالية حوّلت إلى صكوك إسلامية على أساس صيغ التمويل الإسلامية، وكل صيغة من هذه الصيغ تحمل في طبيعتها أنواعاً من المخاطر تشترك تارة مع مخاطر الإستثمار بشكل عام وتفترق تارة أخرى عنها بمخاطر تختص بها، وتبعاً لذلك فإن مخاطر الصكوك الإسلامية تكون على مستويين: الأول منها يتمثل في مخاطر الإستثمار الإسلامي والمتمثلة في المخاطر الكامنة في كل صيغة من صيغ التمويل الإسلامية التي يصدر على أساسها الصك الإسلامي وبالإضافة إلى المخاطر الشرعية التي تتضمن عدة مخاطر منها مخالفة المعايير الشرعية في النشاط الإستثماري ومخاطر الإختلافات الشرعية وتعارض الصالح في أعمال الهيئات الشرعية.

أما المستوى الثاني من المخاطر فيتمثل في المخاطر التقليدية والتي تتعرض لها الإستثمارات بمختلف أنواعها سواء كانت تقليدية أم إسلامية.

ونحاول تناول مخاطر الصكوك الإسلامية في هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب، يتناول المطلب الأول المخاطر المالية ومدى تأثير الصكوك الإسلامية بها بإعتبارها مخاطر مشتركة بين كافة الأوراق المالية بمختلف أنواعها سواء كانت تقليدية أم إسلامية، أما في المطلب الثاني فنحاول التطرق إلى مخاطر الصكوك الإسلامية الكامنة في صيغ التمويل الإسلامية، ونتناول في المطلب الأخير من هذا المبحث مصادر المخاطر التشغيلية التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وفيما يلي تفصيل لذلك.

المطلب الأول: المخاطر المالية ومدى تأثير الصكوك الإسلامية بها

يرتبط الخطر المالي بالتغير غير المرغوب في قيمة المتغير المالي ، وهو يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية، وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لأصل معين. وتتعرض الصكوك الإسلامية إلى هذه المخاطر مثلها مثل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية. ونحاول من خلال ما يلي التطرق إلى هذه المخاطر ومدى تأثيرها على الصكوك الإسلامية، من خلال تقسيمها حسب طبيعتها.

أولاً- المخاطر الائتمانية: تعرف المخاطر الائتمانية بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن إحتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها¹. وتسمى كذلك (مخاطر التمويل أو مخاطر الإستثمار أو مخاطر المداينة) بسبب هبوط غير متوقع في حجم التدفقات النقدية الناتج عن تخلف سداد العميل وعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها، بمعنى أن المخاطر الائتمانية تظهر عندما يعجز العميل عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها².

¹ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 117

² عادل بن عبد الرحمان بن أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، غ منشورة، قسم الدراسات العليا الشرعية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م، ص113

وعليه تنشأ مخاطر الائتمان في المنشأة المصدرة للصكوك عن كل معاملاتها التي تحتوي على مدفوعات آجلة، وقد تنعكس في النهاية على عوائد حملة الصكوك، والائتمان يكون ناتجاً عن الديون بشكل عام. وتكون هذه المخاطر حالة الصكوك الإسلامية نتيجة سوء إختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لإستثمارات الصكوك القائمة على صيغ المشاركة في الأرباح (مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة والوكالة والمغارسة والمزارعة والمساقاة)، وقد تنشأ كذلك في حالة إستخدام حصيلة الإكتتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات، فقد يدخل في المشروع أثناء عمله معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة، وفي حالة إعتبار الوعد غير ملزم في إستثمارات صكوك المربحة، تنشأ مخاطر الائتمان في هذه الحالة عند عدم رغبة العميل في إستلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده أو عدم رغبته في إستلام السلعة المستنعة في إستثمارات صكوك الإستصناع-إذا كان عقد الإستصناع جائزاً غير ملزم- أو تأخير أو عدم سداد العميل ما عليه من إلتزامات بالنسبة لإستثمارات صكوك المربحة وصكوك الإجارة، أو عدم الإلتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لإستثمارات صكوك السلم. فهذه المخاطر-كما سبق- ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك، ومأنة الإئتمان للعميل، فوجود الإئتمان في العملية الإستثمارية مضنة لوقوع الخطر بفعل عدة سبق ذكرها، مما يؤثر سلباً على عوائد صكوك، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة)¹.

ويساهم في زيادة تأثر المؤسسات المالية الإسلامية بمخاطر الإئتمان العوامل التالية:

- إن المؤسسات التقليدية تواجه مخاطر الإئتمان بتحصيل الفوائد طويلة فترة التأخير، وهذا يحفظ للمؤسسة تدفق العائد على الديون المتأخرة طوال فترة التأخير، مما يلزم المتعاملين معها السعي لتسديد الإلتزامات في أوقاتها، اما المؤسسات المالية الإسلامية تفتقر إلى هكذا آلية لعلاج هذه المعضلة، مما يؤدي إلى فوات فرص إستثمارية على المؤسسة خلال فترة التأخير وحرمانها من عائدات الأموال المتعثرة.
- إن القوانين الوضعية لا تساعد المؤسسات المالية الإسلامية على سرعة تحصيل الديون المتعثرة ومنع إستغلال المماطلين لحقوقهم، ومن ذلك:

- ✓ عدم وجود قوانين تعاقب المماطلين عن إخلالهم بشروط سداد الديون في موعدها، ونظراً لأن هذه القوانين أصلاً وضعية والمؤسسات التقليدية تطبيق قوانين تعالج هكذا مخاطر عن طريق الفوائد وبالتالي فلا حاجة لإيجاد أداة جديدة لمعاقبة المماطل.
- ✓ تفرض بعض القوانين السرية على معاملات العملاء، وتحول دون لجوء المؤسسة إلى إعلان أسماء المماطلين منهم كوسيلة للضغط عليهم من أجل الإلتزام بالسداد، وذلك وفقاً للتشهير بالمماطل في القواعد الإسلامية.
- ✓ إذا أحييت المسألة إلى القضاء فإنها تتأخر لمدة طويلة مما يفوت على المؤسسة فرص الإستثمار بالأموال المتعثرة، بالإضافة إلى تكاليف إضافية متمثلة في الإجراءات القضائية².

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 118، وأحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 91

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 91-92

أما مخاطر الإئتمان التي يتعرض لها حامل الصك، فتتشتأ عن مدى قدرة مصدر الصكوك على دفع العوائد الدورية، وأصل قيمة الصك في تاريخ الإستحقاق وتأثير نظرة السوق إلى هذه المقدرة على سعر الصك ومدى تذبذبه¹، ومن أهم أشكال المخاطر الإئتمانية التي يواجه المستثمرين (حملة الصكوك) هي:

أ - **مخاطر التأخر في الوفاء:** وهذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها. والمخاطر الإئتمانية في أسوأ حالتها قد تؤدي إلى مخاطر العجز عن الوفاء.

ب- **مخاطر العجز عن الوفاء:** هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك إفلاس المدين وعدم القدرة على الوفاء بتسديد العوائد التي توزع عليهم، ويمكن أن يؤدي إلى الإنخفاض الجزئي أو الكلي في القيمة الإسمية للصكوك (تآكل رأس مال المستثمرين)، وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الإئتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الإئتماني التي تعطى عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل إتخاذ القرار الإستثماري في الصكوك المصدرة²

ثانياً- مخاطر السوق:

وتعرف على أنها المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما قد يكون (صك إستثماري، عملة أو سلعة وغيرها)³، وتتدرج تحت المخاطر النظامية (المخاطر العامة)، وتعتبر من أخطر التحديات التي تواجه النشاط الإستثماري، وذلك للتقلبات (إتجاهات الصعود والنزول) التي تسجل بشكل دوري (يومي أو أسبوعي، أو شهري) في الأسواق لعوامل إقتصادية أو إجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية، والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار والتداول.

والصكوك الإستثمارية الإسلامية تتعرض لهذه المخاطر، حيث أن مجال عملها هو السوق، والسوق بطبيعتها الحال تتطوي على مخاطر نتيجة لعوامل لا تتحكم بها المؤسسة. وهذه المخاطر كقيلة-إذا لم يحسن التصرف معها- بتهديد المشاريع الإستثمارية التي تسعى إلى تحقيق عوائد مناسبة تغطي التكاليف وتحقق أرباح صافية لحملة الصكوك، و يمكن القول عنها بأنها سلاح ذو حدين، فقد يحقق المشروع بسببها أرباحاً عالية أو خسائر فادحة، ويفصل بين هذا وذاك حاجز عدم التأكد، وهذا هو مكن المخاطرة. وتضم أهم المخاطر التالية:

1 مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات):

وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية التي تعتمد من أساسها على الملكية لا على المديونية كالسندات التقليدية، فالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول إستثمارية، وهذه الأصول تباع في الأسواق كأية أصول أخرى، وبالتالي فإنها معرضة لما تتعرض له كافة السلع والخدمات من إمكانية تناقص قيمتها في السوق بفعل عوامل السوق، وتنفق الأسواق بمختلف إتجاهاتها سواء كانت تقليدية أم إسلامية في خضوعها لهذه العوامل، ومن أهم هذه العوامل: عوامل العرض والطلب، السياسات الإقتصادية للحكومات، العلاقات الإقتصادية الدولية، الأزمات الإقتصادية⁴.

¹ هيثم فايز، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 5

² صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20. بتصرف

³ بالعزوز بن علي، استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 7. بتصرف

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 118. وأحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 93. بتصرف

2- مخاطر سوق المال: ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي

أ- مخاطر سعر الصرف: وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد، وتدخل ضمن المخاطر النظامية (العامة) وتعرف على أنها المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار صرف العملات في المعاملات الآجلة التي تعقدتها المؤسسات المالية.

ففي حالة توقيع صفقة (شراء سلعة) بالعملية الأجنبية، فإن انخفاض سعر تلك العملة يؤدي إلى تحمل المؤسسة خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن المؤسسة تحقق أرباحاً بمقدار ارتفاع سعر العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.

وتظهر مخاطر سعر الصرف في حالة الصكوك الإسلامية عند إصدارها بعملة معينة وإستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو إلتزامات الدفع خاصة في عمليات المراجحات والتجارة الدولية¹.

وعليه في ظل تعدد الأنشطة الإستثمارية للصكوك الإسلامية بمختلف العملات الأجنبية بإعتبارها صناعة عالمية، فإن إمكانية تعرضها لمخاطر سعر الصرف وارد بقوة خصوصاً في ظل التقلبات الشديدة التي تسجلها أسعار صرف العملات، وخصوصاً أنه لا يمكن تحييد أثرها على صافي نتائج العمليات، مما يعرضها لخطر تقلب عوائدها نتيجة لضياع ما تحققه من أرباح جزئياً أو كلياً².

ب- مخاطر سعر الفائدة (السعر المرجعي): تتمثل مخاطر تغير أسعار الفائدة في عدم تأكد أو تقلب أسعار الفائدة المستقبلية³، حيث تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر النظامية (العامة)، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فكلما إرتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق إنخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الإستثمار⁴، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى جعل الصكوك ذات العائد الثابت نسبياً أقل جاذبية ومن ثم انخفاض أسعارها، بينما يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى العكس، وكلما قل معدل العائد الدوري كلما زاد تأثير أسعار الفائدة على سعر الصك. وتعتبر الصكوك ذات العائد المتغير أقل تأثراً بالتغيرات في أسعار الفائدة⁵، هذا من جهة.

ومن جهة أخرى، قد يبدو أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات إستثمارها، كونها جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة، لكن في الحقيقة تواجه هذا النوع من المخاطر بصورة غير مباشرة، فالصكوك الإستثمارية الإسلامية قد تتأثر بسعر الفائدة إذا إتخذته سعراً مرجعياً⁶. ففي عقد المرابحة أو الإستصناع مثلاً يتحدد هامش الربح بالإضافة إلى هامش المخاطرة من خلال السعر المرجعي وهو في العادة معدل الفائدة (الليبور) London Inter Bank Offered Rate (LIBOR) (سعر الإقتراض الداخلي في سوق لندن المصرفي)⁷.

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 119

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 97. بتصرف

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 122

⁴ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 119

⁵ هشام فايز، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 5

⁶ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 119-120. بتصرف

⁷ فاطمة بن الناصر، تسيير مخاطر صيغ التمويل بالمصارف الإسلامية-دراسة حالة بنك البركة، مذكرة ماجستير في المحاسبة والمالية، غير منشورة، قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، 2008م، ص 95

وسعيًا إلى التقريب بين صيغة الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية إتجه المصدرون إلى ربط عائد

الصكوك بسعر الفائدة، حيث يجري هذا الربط بوحدة من طريقتين:

1- ربط العائد والمتمثل في الأجرة في صكوك الإجارة بسعر الفائدة وهو أمر صار معتاداً في عقد الإجارة

الممتدة في الزمن مدة طويلة، وقد قبلته الهيئات الشرعية إستناداً إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن الربط القياسي¹ والذي نص على: "ولما كان العائد الدوري على الأسهم مصدره الدفعات الإجارية التي يدفعها المستأجر (مصدر الصكوك)، تغيرت عائدات الصكوك تبعاً لتغير الإيجارات المرتبطة بسعر الفائدة فتحقق المطلوب"².

2- أما الطريقة الثانية فتستخدم في حال كانت الأجرة ثابتة غير متغيرة بمؤشر، عندئذ يقوم أمين الإستثمار

أو أي طرف آخر في عملية التصكيك (الذي يتولى تحصيل الإيجارات وتوزيعها على حملة الصكوك)

بإيداع الإيجارات عند تحصيلها في حساب مخصص ثم يدفع لحملة الصكوك عائداً مرتبطاً بأسعار

الفائدة، فإن كانت الأجرة التي وقع تحصيلها أكثر من المبلغ المطلوب دفعه لحملة الصكوك بعد ربط

العائد بالمؤشر، أودع ما زاد في حساب احتياطي يستخدم فيما بعد، وفي حال كون المبلغ المحصل من

الأجرة أقل من المبلغ المطلوب دفعه إلى حملة الصكوك بعد الربط بالمؤشر إستخدم مدير الإصدار

المبالغ المودعة في الحساب الاحتياطي، فإذا لم تكن كافية طلب من المصدر أن يوفر الأموال اللازمة

بناء على تعهده عند الإصدار بتوفير السيولة الكافية لهذا الغرض على سبيل القرض الحسن الذي يسترد

في الفترات التالية، وفي حال عدم توفر الأموال الكافية لإسترداد القرض طوال مدة العقد فإنه يحسم من

ثمن الشراء في نهاية العقد³.

وعليه تظهر مخاطر سعر الفائدة خاصة بالنسبة للصكوك التي تستند على أصول ذات دخل ثابت (في حالة

ما إذا كانت الأجرة ثابتة غير متغيرة بمؤشر)، والذي يتحدد مرة واحدة طول فترة العقد ولا يمكن بالإمكان تغييره

في مثل العقود ذات الدخل الثابت، فمثلاً في حالة إرتفاع أسعار المؤشر فيؤدي هذا بدوره إلى إرتفاع عوائد حملة

الصكوك نظراً لربط العوائد بالمؤشر، إلا أن الأجرة الثابتة غير متغيرة بمؤشر، وبالتالي نجد أن النتيجة الحتمية

هي أن صافي عوائد الصكوك القائمة على صيغ البيوع أو الإجارة عرضة لمخاطر سعرها المرتبطة بمؤشر

كسعر الفائدة.

ومن أسباب ربط هامش الربح أو السعر المرجعي بأسعار الفائدة ، بالرغم أن هناك فرق كبير بين الصناعة

المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يتمثل في أن الفائدة زيادة مشروطة في الدين الربوي، في حين أن

هامش الربح في صيغ التمويل التجارية (صيغ البيوع) هو جزء من ثمن بيع صحيح، ورغم ذلك فهي مرتبطة

بأسعار الفائدة العالمية، من هذه الأسباب ما يلي⁴:

✓ تمارس الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام نشاطها في بيئة واحدة تتنافس فيها مع الصناعة المالية

التقليدية.

¹ لمزيد من التفاصيل، أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، حدة، الدورة الثانية عشر، الجزء الرابع، 25 جمادى الآخرة 1421هـ - 1 رجب 1421هـ الموافق 23 - 28 سبتمبر 2000م، ص 10.

² نقلاً عن: محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20

³ محمد القرني بن عيد، المرجع سابق، ص 20-21

⁴ محمد علي القرني، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية، ومقترحات لمواجهتها، تلخيص: بشر موفق، متاح على الرابط: www.kantakji.com/figh/bank.htm، تاريخ الزيارة:

2011/10/23، ص 2-3

✓ إن الممارسة المصرفية والمالية تحتاج إلى معيار تتنافس عليه فرص التمويل المختلفة، ونجد أنه يتمثل في ليبور Libor وهو السعر الرسمي للفائدة على القروض بين البنوك في لندن، وبريم ريت Prime Rate في نيويورك، ولا يوجد للصيرفة الإسلامية معيار مستقل له فعاليات ومبررات غير ربوية.

ج- **مخاطر معدل العائد:** تتعرض المؤسسات المالية الإسلامية لمخاطر معدل العائد في سياق المخاطر الإجمالية داخل قوائم مراكزها المالية، وأي ارتفاع في المعدلات القياسية المقارنة قد يؤدي إلى توقع حملة الصكوك لمعدل عائد أعلى، وتختلف مخاطر معدل العائد عن مخاطر سعر الفائدة من حيث عوائد الصكوك الإسلامية ترتبط بنتائج أنشطتها الإستثمارية التي تستند عليها، ولا يمكن تحديد تلك النتائج مسبقاً بشكل دقيق. ويمكن أن تكون المخاطر التجارية المنقولة إحدى تبعات مخاطر معدل العائد وكذا معدل سعر الفائدة، وقد تضطر المؤسسات المالية الإسلامية تحت ضغط السوق إلى دفع عائد يفوق العائد الذي حققته فعلاً موجودات الصكوك، إذا كانت عوائد الصكوك الإسلامية دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين، وقد يقرر مصدر الصكوك التنازل عن حقوقها في كل جزء من حصصه في أرباح المشروع لإرضاء حملة الصكوك والإحتفاظ بهم كشركاء دون التخلي عن صكوكهم، وتنشأ المخاطر التجارية المنقولة نتيجة لضغوط تنافسية على المؤسسات المالية لجذب مستثمرين (حملة الصكوك) والإحتفاظ بهم¹.

د- **مخاطر أسعار الأوراق المالية:** تتغير أسعار الصكوك الإسلامية بحسب أوضاع السوق، حتى لو لم تحدث أي تغيرات في المعطيات الأساسية للمصدر، حيث لا تكاد تخلوا الأسواق المالية من تقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها سواء كانت تقليدية أم إسلامية، بسبب عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالإشاعات والإحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية².

هـ- **مخاطر التضخم:** تتدرج هذه المخاطر تحت المخاطر النظامية، وتنشأ نتيجة الإنخفاض في القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها لإنخفاض قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون وذات عائد متغير في حالة صكوك المشاركات، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون³.

أما في حالة الصكوك الإسلامية ذات العائد الثابت نسبياً كصكوك الإجارة تعتبر من أكثر أنواع الصكوك تعرضاً لتأثير التضخم، وذلك من خلال إنخفاض القيمة الحقيقية للعائد الدوري المتحقق لهذا النوع من الصكوك وقد يصل إلى ضياع قيمة العائد عند التضخم الجامح⁴. وبشكل عام كلما زاد أجل الصكوك الإسلامية كانت أكثر عرضة لمخاطر التضخم.

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، ديسمبر 2005، كولالمبور، ماليزيا، ص39. بتصرف

² أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص120. بتصرف

³ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص120. وأحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص74. بتصرف

⁴ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص189، بتصرف

وتجدر الإشارة أن الصكوك الإستثمارية الإسلامية قد تتأثر إيجاباً بالتضخم¹. وذلك عند تصفية الصكوك من خلال إنهاء الصفة الإستثمارية لها وتحويلها إلى سيولة نقدية، حيث أن الإطفاء يتم إما حقيقة ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية أو من خلال التقويم أو التتضيض الحكمي وأبولوتها لمصدر بالبيع، وعندها يوزع الثمن على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية، ولأن الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات وترتفع أسعارها بطبيعة الحال مع ارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك عند إطفائها.

ويرجع السبب الظاهر في تقلبات الأسعار في أسواق الأصول الحقيقية وأسواق المال، نتيجة لقوى الطلب والعرض، ولكل من الطلب والعرض على الصكوك الإسلامية محدداته.

أ- محددات الطلب على الصكوك الإستثمارية الإسلامية: وتتمثل فيما يلي:

- **درجة المخاطرة:** فالصكوك التي تقل درجة المخاطر فيها يزداد الطلب عليها، وبالمقابل يقل الطلب على الصكوك التي بها درجة عالية من المخاطر دون إحتمال التساوي في العوائد. فيمكن القول بأن الطلب على صكوك الإجارة يكون أعلى من صكوك المضاربة، لأن صكوك الإجارة تتمتع بدرجة كبيرة من الإستقرار في العائد بخلاف صكوك المضاربة، فالعلاقة بين درجة المخاطرة والطلب على الصكوك علاقة عكسية بالنسبة للمستثمر الذي يتجنب المخاطر.
 - **العائد المتوقع:** فالعائد العالي المتوقع من صكوك عادة ما يزيد من الطلب عليها، كما يقل الطلب على الصكوك التي يتوقع منها عائد أقل، فتأثير درجة المخاطرة يعتبر ثانوياً مع توقع عوائد عالية خاصة بالنسبة للمستثمر المحب للمخاطرة، ففي حالة ما إذا كان المستثمر يتوقع عائداً أعلى من صكوك المضاربة، فإنه يقبل عليها أكثر من صكوك الإجارة التي تقل فيها نسبة المخاطرة مقارنة مع صكوك المضاربة، نظراً لما يتوقعه من عوائد من هذه الأخيرة. فالعلاقة بين العائد المتوقع والطلب علاقة طردية خاصة بالنسبة لمستثمر يرغب في المخاطرة بهدف تحقيق عوائد عالية.
 - **القدرة على تسييل الصكوك:** تحظى الصكوك القابلة للتسييل بسهولة وفي مدة قصيرة بطلب أكبر من تلك الصكوك التي لا تتمتع بقدرة تسييل عالية، فالمستثمر قد يحتاج إلى السيولة في أي وقت سواء أكان ذلك لتلبية الطلب الإستهلاكي أو الإستثماري، فالعلاقة إذن بين الطلب على الصك وقدرته التسييلية علاقة طردية.
 - **الفترة المتبقية إلى حين الإستحقاق:** كلما إقترب الصط من تاريخ إستحقاقه كلما قل الطلب عليه، وكلما كانت القيمة السوقية لصك قريبة من القيمة الإسمية
- ب- محددات عرض الصكوك الإستثمارية الإسلامية: وتتمثل في:
- **فرص الإستثمار المتاحة في الأنواع الأخرى من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية:** فالعلاقة بين عرض الصك الإستثماري والفرص الإستثمارية الأخرى المتاحة علاقة عكسية، فكلما توفرت فرص لإستثمار في أنواع أخرى من الصكوك أو أوراق مالية أخرى كالأسهم مثلاً وبعوائد أعلى قل عرض الصك الإستثماري ذي العائد الأقل.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 74. بتصرف

- **حجم الطلب الإستهلاكي:** فالعلاقة بين الطلب الإستهلاكي والطلب على الإستثمار عكسية، نتيجة لعكسية العلاقة بين الإستهلاك والإدخار، وطرديتها بين الإستثمار والإدخار.
- **حجم المضاربات Speculations:** تعرف المضاربات في الأسواق المالية على أنها شراء وبيع الأوراق المالية لغرض الربح من التغيرات السريعة في أسعارها، وتعرف أيضاً على أنها المراهنه على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات إحتماالية معقولة دون التخوف من المخاطر المحيطة. وعادة ما يطلق عليه بالطلب التربصي للعوائد، والعلاقة بين عرض الصكوك والطلب التربصي "المضاربات" علاقة طردية، فكلما توقع المستثمر إستثمارات وأدوات مالية أخرى ذات عوائد عالية زاد من عرض الصكوك التي يحملها.
- وعليه نستنتج مما سبق أن المحدد لقيمة الأصول الإستثمارية هو سوق السلع والخدمات، فالعامل الأساسي في تحديد أسعار الصكوك الإستثمارية هو القدرة الحالية والمتوقعة للمشروع الإستثماري على تحقيق الأرباح. وتتحدد القيمة السوقية للصكوك الإستثمارية نتيجة للتفاعل بين السوقين: سوق الأصول الحقيقية وسوق الأوراق المالية¹.

ثالثاً- مخاطر السيولة:

- هذا النوع من المخاطر على خلاف الأنواع الأخرى السابقة يرتبط بمصدر الصكوك وليس بالطرف المقابل، وتندرج ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة) والمرتبطة بإحتمال أن تواجه المنشأة مصاعب في توفير الأموال اللازمة لمقابلة إلتزاماتها (مطلوباتها المستحقة).
- وقد تظهر هذه المخاطر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الإلتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة (لتلبية متطلبات التشغيل العادية أو المفاجئة، أو لتسديد العوائد الدورية لحملة الصكوك، أو لتسديد الزيادة في قيمة الصكوك عند إستحقاقها)، نتيجة إنخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة مما تقلل من مقدرة المصدر على الإيفاء بالإلتزامات التي حانت آجالها².
- وقد ينتج عن حالة اللاسيولة الشديدة لدى المصدر إلى تعثر (إخفاق) الإصدار.
- ونرى أن هذا النوع من المخاطر قد يكون نتيجة لمخاطر الإئتمان ومخاطر الصكوك العينية التي قد تتعرض لها عملية التصكيك.

وتعرف مخاطر تصكيك الأصول العينية بأنها: إحتمال عدم قدرة موجودات الصكوك على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم الإلتفاق عليها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك³.

وقد تظهر مخاطر السيولة من جانب حملة الصكوك فقط دون المصدر نتيجة عدم قدرة حملة الصكوك على تسهيل صكوكهم، أي ضعف تداولها في السوق، وهناك مؤشرات تقليدية تستخدم لقياس مدى سيولة الورقة المالية، نرى أنه يمكن تطبيقها على الصكوك الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية، منها: معدل دوران الورقة المالية والذي يحسب بطريقتين، الأولى وهي نسبة عدد الصكوك المتداولة إلى إجمالي عدد صكوك الإصدار المدرجة، والطريقة الثانية تحسب عن طريق

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 93-96

² عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 126. وبالغزوز بن علي، إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 8. بتصرف

³ بالإعتماد على مرجع: صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20

قسمة قيمة الصكوك المتداولة على إجمالي القيمة السوقية للإصدار (القيمة السوقية لإجمالي صكوك الإصدار المدرجة) ذلك خلال فترة معينة ، وهناك مؤشر آخر يمكن أن نطلق عليه معدل أيام التداول ويمثل متوسط عدد أيام التداول لصك معين إلى إجمالي أيام التداول لفترة معينة، كما يمكن الاعتماد على معدل التداول اليومي للصك وهو حاصل قسمة مجموع أي من مؤشرات التداول (عدد الصكوك المتداولة، حجم تداول الصكوك...إلخ) في نهاية فترة معينة مقسوماً على عدد أيام التداول خلال فترة معينة.

وتتبع مخاطر تداول في الأساس إلى ضعف المصدر عن تحديد التغيرات في ظروف السوق، والتي يكون لها تأثير كبير على قدرة حامل الصك لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية

تواجه الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى المخاطر التقليدية مخاطر أخرى تختص وتتميز بها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى (الأسهم والسندات)، نابعة من المخاطر الكامنة في صيغ التمويل التي تستند إليها الصكوك الإسلامية عند إصدارها مما غير من أنواع المخاطر التي تواجهها هذه الورقة المالية الإسلامية، فمنشأ المخاطرة في هذه الصيغ نابع من أن بعضها يقوم في الأساس على المشاركة في الربح والخسارة كالمضاربة والمشاركة والوكالة والمزارعة والمغارسة والمساقاة، وبعضها الآخر يقوم على الدين كالسلم والمرابحة والإستصناع وغيرها، فالمخاطرة تحيط بهذه الصيغ إحاطة تامة وتختلف باختلاف الصيغة وتتعدى إلى الصكوك التي أصدرت على أساسها، وتتعاكس هذه المخاطر على الصكوك من خلال إنخفاض عوائدها في الأسواق المالية.

وعليه يتم تصنيف مخاطر الصكوك على أساس صيغة العقد القائم بين مصدر الصكوك وحملة الصكوك ، وسنحاول من خلال ما يلي التطرق إلى المخاطر النوعية لكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامية.

أولاً- مخاطر الإستثمار بالمضاربة:

يعتبر معظم المفكرين المسلمين المضاربة على أنها أكثر صيغ التمويل الإسلامي عراقة فضلاً عن كونها أكثر تجسيدا لمبادئ الإقتصاد الإسلامي ومقوماته¹، تقوم على أساس تلاقي المال بالخبرة، وذلك من خلال إعطاء صاحب المال مالا إلى شخص آخر يمتلك الخبرة للإستثمار فيه، لذا فهي تعتبر وسيلة فعالة لتحقيق النمو والإزدهار الإقتصادي إضافة إلى كونها طريقة فعالة للحد من ظاهرتي الفقر والبطالة في المجتمع.

غير أن الواقع يكاد يكون بعيداً عن الواقع النظري، ولم تحظ المضاربة إلا بنسبة قليلة من الإستثمارات القائمة عليها، حيث كان التهديد الأكبر الذي واجه تطبيق صيغة المضاربة هو الإلتزام الأخلاقي من ناحية المضارب². فالأساس التي تقوم عليه هذه الصيغة يتمثل في عنصر الثقة، وتوفر الأمانة في عامل المضاربة، فإذا لم تكن الثقة متوفرة، وكان العامل سيء الأخلاق، ولا يحسن التصرف في المال، أو لم تكن لديه الخبرة الكافية في إدارة المشروع فإن العملية ستتحول إلى خسارة يتحملها رب المال، وهو حامل الصك في هذه الحالة.

ولكن قد يحدث العكس من ذلك، ويكون العامل أميناً وصادقاً، ويدير المشروع بكفاءة عالية وخبرة جيدة ومع ذلك فإن مقدار العائد الناتج أقل بكثير مما كان متوقفاً، أو تكون المحصلة النهائية للمشروع خسارة بسبب تعرض المشروع للمخاطر

¹ جمعة محمد الرقيب، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في الصيغ الإسلامية (المرابحة والمضاربة)، ورقة بحث مقدمة "المؤتمر الخيمات المالية الإسلامية الثاني"، المنعقد في طرابلس، ليبيا، يومي 27- 28 أبريل 2010، ص 25

² حمزة عبد الكريم حماد، دراسة بعنوان: المخاطر الأخلاقية في المضاربة التي تجربها المصارف وكيفية معالجتها، متاح على الرابط:

www.isegs.com/forum/archive/index.php/t.4152.html تاريخ التحميل: 2011/07/28، ص 6

النظامية، كتقلبات الأسعار مثلاً، أو تغير في أذواق المستهلكين، أو نتيجة لتلف في البضاعة، وإلى غير ذلك من أسباب. ففي هذه الحالة فإن العامل لن يؤخذ على ما حدث منه، ولكن يؤخذ إذا لم تُصَف المضاربة في الوقت المتفق عليه للتصفية، ولسوء إدارته للمشروع، أو عدم إلتزامه بشروط المضاربة. وفي واقع الأمر فإن ذلك يحدث لعدم المراقبة والمتابعة للمشروع الممول¹.

بناءً على ما سبق يمكن حصر أبرز مخاطر صيغة المضاربة التي تواجه العملية الإستثمارية من خلال الآتي:

1- **المخاطر الأخلاقية:** تبرز المخاطر في المضاربة في كون المضارب وكيل أمين، وهنا تكمن المخاطرة

الأخلاقية أي مخاطر عدم الإلتزام الأخلاقي من قبل المضارب وتتمثل هذه المخاطر في أمور عدة منها²:

أن يزود المضارب رب المال بمعلومات ناقصة أو غير صحيحة عن خبرته وكفاءته في إدارة وإستثمار

الأموال، وإنما أبدى منها بقدر ما يساعد على تمام العقد وتنفيذه، فإذا ما ظهر لرب المال فيما بعد أن المعلومات

التي توافرت لديه عن الطرف الآخر غير صحيحة، فإن السلوك المتوقع من عامل المضاربة لن يكون راشداً³،

فالمضارب عندما لا تتوفر لديه الخبرة اللازمة لأساليب وطرق العمل في المشروع أو المهارات الكافية للتسويق،

فإنه يؤدي بالمشروع إلى مخاطر كبيرة. تتمثل في إنخفاض العوائد، وقد يؤدي إلى إنهاء المشروع⁴.

كما أنه مهما كانت قدرة رب المال على إكتشاف الغش والتلاعب (الذي قد يحصل في النفقات والمصاريف

عن طريق زيادتها عن حقيقتها وتحميلها لوعاء المضاربة أي عدم الإفصاح والشفافية عن القوائم والمعلومات

المالية للمشروع)، فمن الصعب التوصل إلى تطبيق محاسبي دقيق إذا لم يكن المضارب محلاً للثقة والأمانة⁵.

وإنطلاقاً من هذه النقطة وعلاقة المضاربة بين طرفيها صاحب المال والمضارب، نرى أن صيغة الإستثمار

بالمضاربة تعتبر من العلاقات التي قد تنور وتظهر فيها مشكلة الوكالة (تعارض المصالح وعدم تماثل المعلومة

بين أصحاب المال (حملة الصكوك) والمضارب (المصدر) في دراستنا) والتي قد تزيد عند خلط المضارب أمواله

بأموال المضاربة خاصة أنه هو من يتولى إدارة المشروع.

ومن أسباب مشكلة تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومة بين أطراف عقد المضاربة (حملة الصكوك

والمصدر) سوء الإنتقاء (الإختيار العكسي) والذي ينتج عنه تباين في المعلومات المتاحة بين حملة الصكوك

ومصدر الصكوك، وأن للمضارب معلومات عن المشروع المطلوب تمويله أكثر من حملة الصكوك⁶.

ومن مظاهر المخاطر الأخلاقية كذلك خيانة المضارب وعدم إلتزامه بشروط العقد، أو أن يقوم بالإحتيال

والتزوير في الحسابات المالية الخاصة بالمشروع الإستثماري، ويمكن إعتبار هذه المخاطر من جملة المخاطر

الأخلاقية التي تأتي من أحد طرفي العقد، وفي عقد المضاربة تأتي هذه المعضلة من المضارب بإعتبار أن رأس

مال المضاربة مدفوع مسبقاً إليه قبل بدء النشاط الإستثماري⁷.

¹ فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص14

² حمزة حماد، المخاطر الأخلاقية في المضاربة، مرجع سابق، ص24

³ فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص14

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص81

⁵ رحيم حسين، ميلود زنكري، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية من وجهة نظر رقابية، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى "الدولي الثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات

الواقع والأفاق"، يومي 25-26 نوفمبر 2008م، بالشلف، الجزائر، ص4. بتصرف

⁶ بالإعتماد على مرجع: عادل بوقري، مخاطر التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص135، بتصرف

⁷ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص81، بتصرف

- 2- مخاطر تجاوز مدة المضاربة دون تصفية العملية: من المتعارف عليه أن آجال عمليات المضاربة إما أن تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة، وعليه يجب تصفية العمليات في آجالها لأن عدم تصفيتها قد يعرض المستثمر (أصحاب الأموال) لمخاطر عديدة منها مخاطر تعطيل رأس المال في الدخول في مشاريع إستثمارية أخرى، كما قد يترتب على المشروع تحمل مصاريف ونفقات والتزامات إضافية إذا طالت مدة المشروع ولم تتم تصفيته¹.
- وقد يكون من أسباب تجاوز المدة الكلية للتمويل دون تصفية العملية، عوامل العرض والطلب في السوق، وقد يكون ناجماً عن سوء إدارة المضارب وعدم خبرته في النشاط الإستثماري.
- 3- مخاطر تلف وهلاك الأصول الإستثمارية: تعتبر من أشد المخاطر التي تتعرض لها كافة صيغ الإستثمار الإسلامية والتقليدية، نتيجة لعدم إتخاذ التدابير اللازمة للوقاية من مسببات هلاك الأصول الإستثمارية، سواء أكانت عوامل بيئية أو حوادث طارئة، وحسب إجماع الفقهاء عادة ما تكون الخسارة على رأس المال ما لم يكن هناك إهمال أو تقصير من المضارب، فإذا ما تعرضت الأصول الإستثمارية لعملية المضاربة للتلف نتيجة ظروف إستثنائية وغير متوقعة فإن الخسارة ستلحق أصحاب المال والمضارب يكون حسب جهده².
- 4- مخاطر تحديد نسبة توزيع الأرباح: بما أن عملية المضاربة عبارة عن جهد و رأسمال، حيث يتم توزيع الأرباح على هذه العناصر بشكل غير متساو في غالب الأحيان، وذلك من خلال تقدير الجهد الذي سيبدل في عملية المضاربة، فيتم تحديد نسبة الأرباح للمضارب حسب الجهد الذي يبذله وهذا متروك لحسابات متعددة، فأى خطأ في تقدير هذا الجهد يكون على حساب رأس المال، وبالتالي يعرض رأس المال إلى المخاطر³.
- 5- مشكلة الضمانات: وهي عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة إلا على حسن الإدارة وعدم التعدي على مال المستثمرين (والذين هم حملة الصكوك)، وليس لحملة الصكوك حق التدخل في إدارة المشروع كشرط لصحة صيغة المضاربة، مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة، وأيضاً عدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك، إضافة إلى أن التقارير الدورية المقدمة من المضارب قد لا تكون كافية لإثبات تعديه على مال المضاربة، في حالة وقوع أضرار من المضارب، مما يرفع من درجة مخاطر هذه الصيغة.
- 6- مشكلة الخسارة: في حالة وقوع الخسارة فإن الذين يتحملونها هم أرباب المال في المضاربة وحدهم دون المضارب، وهذا قد يدفع المضارب إلى عدم بذل قصارى جهده لتدنية الخسائر المتوقعة، إذا علم أنه لن يضمن شيئاً من النقص في رأس المال مهما بلغت الخسائر وخاصة إذا لم يثبت عنه التعدي والتقصير، ولن تترتب عليه أية إلتزامات مالية من جراء ذلك.
- 7- مخاطر غياب الإطار القانوني المناسب: عدم وجود قوانين ولوائح تنظيمية واضحة تنظم العلاقة بين المضارب وأصحاب الأموال كما هو الحال في تنظيم العلاقات بين أطراف الإستثمار التقليدي.
- 8- مشكلة عدم معرفة الربح: عادة لا يعرف مصدر الصكوك في علاقته مع حملة الصكوك مقدار العوائد التي يحققها المشروع الإستثماري، فالربح لا يعرف إلا بمعرفة الإيرادات والتكلفة المتوقعة، الأمر الذي يستدعي منذ

¹ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية-دراسة مقارنة-، ب ط، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009م، ص25

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 82

³ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص25

البداية إجراء دراسة جدوى إقتصادية دقيقة جداً وتقنية في نفس الوقت، ثم يتطلب ذلك الإدارة الجيدة التي يتولاها المضارب لتحقيق العوائد المرغوبة¹.

وبما أن صكوك المضاربة تمثل حصة شائعة في موجودات المشروع الإستثماري الممول على أساس صيغة المضاربة، فإنها تتأثر وبشكل مباشر بمخاطر هذه الصيغة، ويظهر تأثيرها بإنخفاض القيمة السوقية لصكوك المضاربة في الأسواق المالية، كما قد تفقد الصكوك قيمتها الإسمية أيضاً نتيجة للمخاطر التي تتعرض لها أصول المشروع الإستثماري والتي تستند عليها صكوك المضاربة.

ثانياً- مخاطر الإستثمار بالمشاركة:

تعتبر صيغة المشاركة أساس صيغ التمويل الإسلامية، لأن المشاركة في الربح والخسارة من أساسيات التمويل الإستثماري الإسلامي، فالمضاربة تعتبر من المشاركات، لأن صاحب المال يشترك بماله مع صاحب الخبرة بخبرته لإستثمارهما في نشاط معين، والمزارة نوع من الشركات، إلا أن المشاركة المقصودة بالدراسة هنا هي: مساهمة شخصين فأكثر في دفع حصص مالية معينة لإستثمارها في نشاط إستثماري معين² على أساس مبدأ العُثم بالغُرم، حيث تتم المشاركة في الأرباح والخسائر المحققة طبقاً للحصة المتفق عليها، فهي عملية محفوفة بالمخاطر، مما يستوجب التعرف على مختلف مصادر الخطورة في هذه العملية لإتخاذ التدابير اللازمة لمنع المخاطر الممكن التغلب عليها من كلا الشريكين، حيث نجد أن هذه الصيغة تتعرض تقريبا لنفس مخاطر صيغة المضاربة ونظراً لحساسية هذه الصيغة³، يمكن حصر أبرز المخاطر التي قد تتعرض لها في الآتي:

1 - **المخاطر المتعلقة بإدارة المشروع:** من بين المخاطر المتعلقة بالمشروع سوء إدارته، حيث تعتبر الإدارة مهمة جداً في صيغة المشاركة، لأن المساهمين (الشركاء) يدفعون أموالهم على أن يديروا هم المشروع أو يوكلوا واحداً منهم لإدارة المشروع. وسوء الإدارة بالإضافة إلى سوء الإنفاق في المشروع يعني فشل الشركة، وكثيراً ما تفلس شركات المساهمة نتيجة لسوء إدارتها، ومن ثم فإن سوء الإدارة يعتبر من أشد المخاطر التي تواجهها شركات المساهمة⁴.

وتشير الدراسات الإقتصادية المعاصرة إلى أن المشروع أو الشركة أو المؤسسة التي يديرها صاحبها ومؤسسها تكون مخاطرها أقل من غيرها، لذلك لا بد من الأخذ بعين الإعتبار عند دراسة أي مشروع تحري الدقة في إدارة المشروع والقائمين عليه، ومدى جدية القائم على المشروع في إنجاحه وتقديمه، وكذلك لا بد من التعرف على قدرات مدير المشروع وأخلاقياته وإمكانية الإعتماد عليه بالإضافة إلى التعرف على كيفية إدارة المشروع وتكامل خبرات القائمين عليه⁵.

2- **مخاطر السوق:** تتعرض صيغة المشاركة كغيرها من صيغ التمويل الإسلامية والتقليدية لمخاطر تقلبات الأسعار في السوق بفعل العرض والطلب نتيجة لعوامل عدة منها⁶:

- طبيعة منتج الشركة فهل سيكون المنتج سلعة كمالية أم سلعة أساسية؟

¹ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص ص 135-136. بتصرف

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 74

³ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 34

⁴ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 74

⁵ حسين بلعجوز، المرجع السابق، ص 38

⁶ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 74

- طبيعة التكنولوجيا التي تعتمد عليها الشركة في إنتاجها ومدى مساهمتها للتكنولوجيا العالمية والحديثة، بالإضافة إلى التعرف على السلع البديلة للمنتج.
- وهل هناك منافسة عالية أم لا لهذا المنتج؟¹ لأن الشركة تمارس أنشطة تجارية مجالها السوق، وهذه الأنشطة إما أن تكون سلعاً أو خدمات، وهي معرضة لعوامل السوق التي قد تؤدي إلى انخفاض قيمتها أو تعرضها لتقلبات السوق الشديدة². لذلك فإن دراسة كل هذه العوامل مهمة جداً للتقليل من مخاطر السوق، هذا مع الأخذ في عين الاعتبار أن هذا النوع يصيب كافة الشركات العاملة في القطاع، مما يعني أنه من الصعب تجنبها.
- 3- **مخاطر الإخلال بعقد المشاركة:** إن عدم الإلتزام بشروط عقد المشاركة أو إخلال أحد الأطراف بالتزاماته أو سوء إدارته للمشروع، أو تعديه أو نقصيره في القيام بمتطلبات المشروع بصورة سليمة قد يؤدي ذلك لفشل الشركة، فالشريك لا يُضمن إذا تعدى أو قصر في إدارته، ويعتبر هذا الخطر من أشد مخاطر صيغة المشاركة.
- 4- **مخاطر تقدير معدل الربح المتوقع:** في بعض العقود الإسلامية كالمرابحة يمكن توقع الربح منذ البداية، أما في عقد المشاركة فليس هناك معلومات كاملة عن الربح المتوقع، لأن ذلك يتوقف على ظروف السوق عامة كحالات الركود والإنتعاش وتأثير هذه الظروف على الإيراد الكلي ومن ثم ربحية المشروع، كما أن عدم القدرة على التنبؤ بتصرفات إدارة المنشأة في إدارة وتنفيذ المشروع يشكل عاملاً إضافياً في زيادة المخاطر التي تواجه المشاريع الممولة على أساس عقد المشاركة، مما يلقي مسؤولية كبيرة على الجهة الراغبة في التمويل عن طريق صيغة المشاركة لدراسات التدفقات النقدية للمشروع بشكل دقيق، ودراسة مدى تأثير العوامل الأخرى خلال عمر المشروع.
- 5- **المخاطر المتعلقة بالشكل القانوني لمشروع المشاركة:** يلاحظ أن الشكل القانوني للمنشأة له دور كبير في زيادة مخاطر أعمالها أو التقليل منها، حيث نجد في الشركات الفردية غالباً ما يتم إدارتها من قبل المالك الأصلي ويتوقف نجاحها عليه، وهذا أمر طبيعي فهو صاحب الفكرة الأساسية للمشروع ويكون متحمساً لنجاحها، وتتعلق المخاطرة هنا في حالة تعرض مدير المنشأة لظروف تمنعه من إدارة النشاط محل الشركة كالمرض أو الوفاة، بينما يختلف الأمر للشركة الكبيرة التي لا يتوقف نجاحها على شخص واحد مما يعني أن مخاطر التمويل للمنشآت الكبيرة أقل مقارنة بالمخاطر التي تواجه المشاريع الصغيرة التي غالباً ما يديرها شخص واحد³.
- 6- **مخاطر تلف الأصول:** إن أصول الشركة تعتبر أساس المشروع، وإن تعرضت هذه الأصول لتلف أو هلاك ولأي سبب قد يؤدي إلى زوال المشروع، وذلك يعتبر من أشد المخاطر على صيغة المشاركة كما هو الحال بالنسبة إلى كافة المشاريع الإستثمارية⁴.
- 7- **مخاطر تجاوز المدة الزمنية لمشروع صكوك المشاركة:** تكون صكوك المشاركة في الغالب محددة بآجال تطول أو تقصر حسب طبيعة وعمر المشروع، والخطر يكمن في إنتهاء السقف الزمني لمشروع الصكوك دون تحقق العائدات المتوقعة، وذلك بحكم عوامل السوق، أو لأحد المخاطر السابقة الذكر.
- 8- **مخاطر تآكل رأس المال:** وذلك حسب الغرض من المشاركة عند نهاية مدة العقد، أو عند فسخ الشراكة، ويتأثر رأس المال في حصة الشريك تبعاً لجودة الإستثمارات وقدرتها في تحقيق أرباح.

¹ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 38-39

² فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 15

³ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 37-38

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 75

ففي المشاركة المتناقصة يعتمد بيع أحد أطراف الشركة (مؤسسة مالية إسلامية مثلاً) نصيبه في تاريخ كل عملية بالسعر العادل، مما قد يعرض المؤسسة المالية الإسلامية لخسارة عند بيعها لنصيبها بسعر أقل من سعر الإقتناء.

وكما هو معلوم لا يحق للشريك أن يحصل على عائد ثابت بصفته شريكاً، بل يتم إقتسام الأرباح والخسارة بالنسب المتفق عليها في عقد المشاركة، لذلك فمن المحتمل أن تتعرض المؤسسة المالية الإسلامية للمخاطر. ويقاس حجم التعرض لمخاطر الإستثمار في رؤوس أموال المشاركة بناء على طبيعة الإستثمارات ، فبالنسبة للإستثمارات المشمولة في سجل التداول فإن التعرض للمخاطر في هذه الإستثمارات تساوي القيمة العادلة مطروح منها القيمة الإسمية، أما بالنسبة للإستثمارات المقتناة للإحتفاظ بها حتى تواريخ إستحقاقها، فإن حجم التعرض لمخاطرها يساوي التكلفة التاريخية مخصوماً منها مخصصات تآكل رأس المال¹.
وبما أن صكوك المشاركة تصدر على صيغة المشاركة، وأن حملتها إنما هم شركاء (مساهمون) في الشركة، فإن أي خطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك وقد تفقد قيمتها الإسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.

ثالثاً- مخاطر الإستثمار بصيغة الإجارة:

تعتبر الإجارة أقل مخاطرة إذا ما قورنت بالصيغ الأخرى، لأن عائداتها تتميز بالإستقرار نوعاً ما، فمن السهل أن يحدد المؤجر عائداته، ولكن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر. فهي وإن كانت تتمتع بنسب عالية من الإستقرار، فإنها تواجه عدداً من المخاطر²، ويتعرض لها أحد أطراف صيغة الإجارة بسبب عوامل السوق أو التقدم التكنولوجي أو بسبب إخلال تنفيذ العقد الذي بينهما، فمخاطر صيغة الإجارة تكون عند المؤجر أكثر من المستأجر، حيث يحصل المستأجر على شيء مضمون، في حين يبقى صاحب المشروع المؤجر معرضاً للمخاطر³، وتتشأ المخاطر في صيغة الإجارة من عدة مصادر نوجزها فيما يلي:

- 1- مخاطر عدم إنتظام دفع الأقساط الإيجارية: ويعني عدم دفع الأجرة بإنتظام⁴، حيث أن المشروع الإيجاري يعتمد في عائداته على أقساط الإجارة التي تدفع بشكل دوري منتظم، وتأخر سداد الأقساط من قبل المستأجر وعدم إنتظامه في دفعها يؤدي إلى زوال الإستقرار التي تتميز بها صيغة الإجارة، مما يزيد من نسبة المخاطر فيها والذي يدخل ضمن مخاطر الإئتمان⁵، والتي قد تؤدي إلى مخاطر السيولة.
- 2- مشكلة عدم العلم ببعض التكاليف: هناك نوع من تكاليف الصيانة الجوهرية للإجارة والتي يتحملها المالك ولا يعلم بها مسبقاً عند إبرام العقد⁶ وتقع على حملة الصكوك في حالة صكوك الإجارة، وإن نفقات صيانة بعض الأصول المؤجرة بأعيانها أو منافعها عملية مكلفة وباهضة الثمن، وتكمن المخاطرة في عدم المقدرة على التنبؤ الدقيق بنفقات الصيانة مما يدخل عنصر عدم التأكد في الموضوع، وهذا ما يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بالعائد الذي يعتبر من أهم مميزات الإجارة، فالعائد وإن تم تحديده إجمالاً، فإنه يصعب تحديد الصافي منه، لأن العائد

¹ فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 16

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 82

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 141

⁴ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 52

⁵ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 82

⁶ عادل بوقري، المرجع السابق، ص 141

الصافي يساوي إلى العائد الإجمالي مطروح منه تكاليف الصيانة ، وإن عدم التنبؤ بتكاليف الصيانة يعني عدم التنبؤ بالعائد الصافي¹.

3- مشكلة تحمل المؤجر لأغلب الأعباء : يتحمل المؤجر (في حالة الصكوك الإجارة هم حملة الصكوك) عند إنشاء المشروع الإستثماري وعند شراء العين لتأجيرها معظم الأعباء²، وقد ورد بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية أنه: «لا يجوز أن يشترط المؤجر على المستأجر الصيانة الأساسية للعين التي يتوقف عليها بقاء المنفعة. ويجوز توكيل المؤجر للمستأجر بإجراءات الصيانة على حساب المؤجر. وعلى المستأجر الصيانة التشغيلية أو الدورية (العادية)»³، بالإضافة إلى ذلك ضمان المؤجر للعين المملوكة والمؤجرة، وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية بذات الخصوص: «العين المؤجرة تكون على ضمان المؤجر طيلة مدة الإجارة ما لم يقع من المستأجر تعد أو تقصير. ويجوز له أن يؤمن عليها عن طريق التأمين المشروع كلما كان ذلك ممكناً، ونفقة التأمين على المؤجر، ويمكن للمؤجر أخذها في الاعتبار ضمناً عند تحديد الأجرة، ولكن لا يجوز له تحميل المستأجر بعد العقد أي تكلفة إضافية زادت على ما كان متوقفاً عند تحديد الأجرة. كما يمكن للمؤجر أن يوكل المستأجر بالقيام بإجراء التأمين على حساب المؤجر»⁴.

4- توقف أعمال المستأجر: يمثل هذا النوع من صيغ الإجارة مخاطر شبه مرتفعة على المؤجر خاصة في الإستئجار التمويلي، نتيجة توقف المستأجر عن إستعمال الأصل لتوقفه عن النشاط، وعليه يعيده مرة أخرى للمؤجر⁵، وفي هذه الحالة قد يتوجب على المؤجر أن يعيد الأقساط الرأسمالية (أقساط الشراء) إلى المستأجر بعد أن تخصم منها المبالغ المستحقة عن إجازات غير مدفوعة، فإذا كانت قيمة الأصل المستردة حيازته أقل من المبلغ المزمع إعادته، فإن الفرق يشكل خسارة على المؤجر⁶.

5- مخاطر السوق: بما أن الإجارة هي عملية بيع أصول معينة في السوق، فإن هذه المنافع تخضع لعوامل السوق في تحديد أسعارها نتيجة تلاقي العرض والطلب، وهذا يتحدد بعوامل عدة منها: أذواق الجمهور، وأسعار الأصول الإيجارية الأخرى، وبعد تصكيك الأصول المؤجرة، فإن الإقبال عليها يخضع لعوامل السوق تماماً كأى صك، لأن الصكوك عندئذ تمثل ملكية أعيان ومنافع وخدمات، فإذا ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأعيان والمنافع والخدمات ترتفع قيمة الصكوك، وتنخفض قيمتها بإنخفاض قيمة الأصول، وبالتالي فإن القيمة السوقية لما تمثله الصكوك من ملكية تتأثر سلباً وإيجاباً بعوامل العرض والطلب في السوق.

6- مخاطر تغير سعر الصرف: وتظهر هذه المخاطر خاصة بالنسبة للأقساط المدفوعة بعملات أجنبية، فالأصول التي تدر عائداتها بالعملات الأجنبية معرضة لخطر تغير قيمة العملة، نتيجة لتغير أسعار صرف العملات الأخرى.

بالإضافة إلى ذلك فإن الأقساط الإيجارية معرضة كذلك إلى مخاطر تقلب أسعار الفائدة بإعتباره سعراً مرجعياً لعوائدها الدورية، كما أنها عرضة لمخاطر التضخم.

¹ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 82

² عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 142. بتصرف

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (09) الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك، مرجع سابق، ص 115

⁴ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، راجع نفسه

⁵ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 142

⁶ فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 13. بتصرف

7- **مخاطر هلاك الأصل محل التأجير:** يعتبر تلف وهلاك الأصول المؤجرة من أشد المخاطر التي تتعرض لها صكوك الإجارة، ويكون التلف نتيجة لعوامل عديدة بعضها تدخل في الإدارة وبعضها خارجة عنها¹، ومن بين هذه المخاطر فقد يقوم المؤجر بتعويض المستأجر في حالة حدوث ضرر للأصل عندما لا يكون هناك خطأ من جانب المستأجر، وفي حالة حدوث ضرر على الأصل المؤجر بشكل دائم وليس هناك تأمين عليه، فإن المؤجر سيتعرض لخسارة تساوي القيمة الدفترية، فإذا مارس المستأجر حقه في إلغاء عقد الإجارة يتحمل المؤجر مخاطرة القيمة المتبقية إذا كانت أقل من المدفوعات المستردة المستحقة للمستأجر².

8- **مخاطر التغير في الأساليب التكنولوجية:** والمتمثلة في مخاطر إحتمال تقادم الأصول تكنولوجياً، خاصة في العصر الحالي الذي يشهد تسارعاً متزايداً في التقدم التكنولوجي والعلمي، وبما أن مخاطر الملكية تتحول إلى مؤجر الأصل الذي يقوم بإيجاره خاصة في الإستئجار التمويلي، حيث تختلف ملكية الأصل بشرائه عن إستخدام الأصل بإستئجاره، فبينما يكون المالك مقيداً بالأصل وذلك بضرورة الإنتفاع به وإستعادة ما أنفق فيه من رأس المال، يكون المستأجر حراً في الإنتفاع بهذا الأصل، أو إستبداله أو إرجاعه إلى مالكة، الأمر الذي يستوجب على المؤجر أن يتم إختيار أصول التأجير بعناية فائقة وبحرص شديد خوفاً من تعرضه لمخاطر كبيرة³.

وكل هذه المخاطر التي سبقت، تتعرض لها صكوك الإجارة وبالتالي حملتها، بإعتبار أن هذه الصكوك إنما تمثل أعيان ومنافع وخدمات مؤجرة، وتعتبر هذه الأصول أساس وجود صكوك الإجارة، وبالتالي فإن أي خطر من هذه المخاطر يتعدى إلى الصكوك مباشرة، وتؤثر عليها من خلال إنخفاض القيمة السوقية للصكوك، أو تآكل لقيمتها الإسمية⁴.

رابعاً- مخاطر الإستثمار بصيغة السلم:

وهي المخاطر التي يتعرض لها المشتري (حملة صكوك السلم) نتيجة إستخدامه صيغة السلم في تمويل مشروع ما، وتنشأ المخاطر في صيغة السلم من عدة مصادر نوجزها فيما يلي:

1 **الكوارث الطبيعية:** ظهرت صيغة السلم أول مرة في القطاع الزراعي، ويعتبر النشاط الزراعي بطبيعته ذو مخاطر كارثية بسبب العوامل الطبيعية، فقد لا يكون حصاد البائع الأول (المسلم إليه) ذو التصنيف الإئتماني الجيد كافياً كماً ونوعاً لما باعه سلفاً للمشتري الأول، والذي قد يكون المصدر لصكوك السلم (هو البائع الثاني لسلمة السلم، والذي يلتزم بتسليمها لمشتريها وهم حملة الصكوك مشترون لسلمة السلم بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها)، أو يكون مرد الفشل إلى أن المصدر أو البائع الأول إستخدم التمويل في غير أغراضه وهذا يرجع إلى أخلاق المصدر و/أو البائع الأول، كما تتفاوت مخاطر البائع الأول في عدم تسليم المسلم فيه في الوقت المتفق عليه في العقد، إما بحجة الإعسار، أو فشل الموسم، أو الشعور بالغبن في المحصول أو الفشل في تسليمه كلياً، أو تسليم نوع غير متفق عليه، فإن ذلك يؤدي إلى إرتباك في العملية الإستثمارية⁵، خصوصاً في حالة صكوك السلم.

2- **مخاطر القوة الشرائية (التضخم):** تكون هذه المخاطر في أضيق نطاق ممكن بتأثيرها على السلم، وذلك لما يلي:

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 83

² فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 13

³ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 52

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 84

⁵ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 143. بتصرف

إن بيع السلم يوزع المخاطر بين طرفي (العملية) أو البيع، حيث تكمن مخاطر التضخم بإنخفاض القيمة المستقبلية للنقود كون دفعات النقود آجلة والتي تضعف القوة الشرائية لها لإرتفاع الأسعار، وفي حال السلم، فإن النقود تسلم في مجلس العقد (وتمثل حصيداً الإكتتاب في صكوك السلم) بقيمتها الحالية لسلعة سوف تسلم في المستقبل، مما ينفى وجود التضخم على المشتري (حملة صكوك السلم)، ويكون ربحه الأول هو الإرتفاع الحاصل في معدل التضخم عند موعد التسليم، كما أن مدة عقد السلم قصيرة جداً مما يعني تجنب المخاطر كون العلاقة بين الزمن ومخاطرة التضخم طردية¹، هذا من جهة، ومن جهة أخرى قد يؤثر التضخم على عائد صكوك السلم، فإذا كان سعر السلعة عند حلول أجل السداد أعلى من سعرها سلفاً، فإن حملة الصكوك يكونوا قد حققوا ربحاً خلال التمويل، أما إذا كان سعر السلعة عند حلول أجل السداد أقل من سعرها سلفاً فإنهم يكونوا قد حققوا خسارة، أما إذا كان تساوي السعران، فإنهم لا يحققوا عائداً، بل يكونوا قد حققوا خسارة الفرصة البديلة².

3- **مخاطر التسويق:** إن وجدت تكون في أدنى صورة من صورها كون المسلم (المشتري) حين أقدم على التعامل مع عقد السلم وشراء السلعة كان بناء على طلب المستهلكين (السوق)، كان داخلياً أو خارجياً، وضمن مواصفات يعرفها، وقد نص العقد بهذه المواصفات ووقت إستلامها ضمن السعر المناسب وهذا كله مبني على معرفة وخبرة ودراية تقضي إلى أن تكون قريبة مما خطط له إلا في حالة ظروف إستثنائية كالكوارث الطبيعية³.

وعليه وبناء على ما سبق تتأثر صكوك السلم الصادرة على أساس صيغة السلم بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم، وعلى أساسه ينتظر تسلم السلعة في تاريخ محدد، وإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة يعني إنخفاض عوائد الصكوك بإعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم⁴.

خامساً- مخاطر الإستثمار بصيغة المرابحة

هي المخاطر التي يتعرض لها حملة صكوك المرابحة نتيجة إستخدام صيغة المرابحة في التمويل الإسلامي مع العميل بسبب عدم الإلتزام بالعقد مثل الوعد بالشراء أو بأي صورة أخرى⁵.

يعتبر التمويل بصيغة المرابحة من أكثر العقود المالية الإسلامية استخداماً وقبولاً، لأنها متدنية المخاطر نوعاً ما، إذ تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تعرف مقدار العائد عليها في كثير من الأحيان، من خلال معرفتها بالسوق وأسعار السلع قبل أن تمتلك السلعة نفسها⁶. لذلك تجد المؤسسات المالية الإسلامية فيها الصيغة التي تحقق لها أرباح أكبر، بالرغم من أنها صيغة مثيرة للجدل، حيث أن الصيغة الموحدة لعقد المرابحة قد لا تكون مقبولة شرعاً لجميع علماء الشريعة، وهنا ما يؤدي إلى ما يعرف بمخاطر الإختلافات الشرعية، فوفقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة فإن الوعد في عقد المرابحة قد يكون ملزماً لطرف واحد (وهو بالنسبة للمجمع ملزم للعميل)، والبعض الآخر يعتبره غير ملزم، وبناءً على ذلك يستطيع العميل أن يتراجع عن إتمام عقد الشراء حتى بعد أن يقوم بدفع مبلغ جدية التعاقد، بالإضافة إلى تأخر أو تماطل العميل في سداد ما عليه، ويرى البعض الآخر أن المؤسسات المالية الإسلامية عندما تستخدم صيغة المرابحة للأمر بالشراء

¹ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 60-61

² رحيم حسن، ميلود زكري، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 4

³ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 60-61

⁴ أحمد أمين حامد، الصكوك الإستثمارية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 86

⁵ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 141.

⁶ حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 44

فإنها تلقي بالمخاطر كلها على العميل بدلاً عنها لأنه يلتزم بدفع مبلغ إضافي معين للمؤسسة المالية الإسلامية الممول لشراء السلعة، وبالتالي فإن العميل يتحمل المخاطر كلها، بينما لا تواجه المؤسسة أية مخاطر، وحتى إذا كانت تبقى محدودة وليست ذات أهمية، كالنقل وإجراءات الجمارك والأعباء الضريبية وغيرها، ومع أنه من المفترض أن تتحمل المخاطر في حالة عدم قيام العميل بشراء البضاعة من المؤسسة المالية الإسلامية.

ولكن القائمين على هذه المؤسسات يردون هذه الشبهة والأساس الذي تقوم عليه، ويقولون بأن المخاطر تبقى على عاتق المؤسسة المالية، وأنها تظل مسؤولة أيضاً عن كل عيب يحصل بالبضاعة قبل تسليمها أو تسليم مستنداتهما، وللمشتري أن يستخدم حقه كاملاً في خيار الرد عند وجود العيب، كما هو الشأن في عقد البيع، فليس صحيحاً أن المؤسسة المالية لا تتحمل مخاطر هذه العمليات، فقد تكون هناك مخاطر ناتجة عن عدم تنفيذ العميل لوعده، حيث تبقى السلع عندها، ولا تدري كيف تتصرف فيها، علماً بأنه كلما قصرت مدة امتلاك المؤسسة المالية للسلعة كلما قلت المخاطر، وبالعكس كلما طالت المدة مع ضمانه للسلع كلما زادت المخاطر.

لذلك فالمخاطر الحقيقية التي تتحملها المؤسسة المالية الإسلامية في صيغة المرابحة تبرز الهامش الذي تتحصل عليه والذي ينبغي أن يتناسب مع حجم المخاطر التي تحتوي عليه الصفقة، فبعض المؤسسات المالية الإسلامية ترى أن معدل العائد في عمليات صيغة المرابحة يعادل تكلفة التمويل الذي يمكن أن يقدمه البنك التقليدي (أي إتخاذ سعر الفائدة في البنوك كسعر مرجعي لتحديد هامش الربح)، وهذا ما يعني غياب العلاقة بين هامش الربح وبين المخاطر، وأيضاً توثيق العلاقة بين الهامش وبين عنصر الزمن الذي على أساسه تحدد فوائد القروض (أي أن الأجل له نصيب وحظ من حصة الربح، وله قيمة إقتصادية)، والبعض الآخر من المؤسسات المالية الإسلامية ترى أن معدل العائد لا علاقة له بعنصر الزمن، ولكن العملاء يرفضون إبرام صيغة مرابحة في ظل هامش ربح يفوق معدل الفوائد في مقابل المخاطر، وعليه تتخذ المؤسسات المالية الإسلامية معدل عائد ثابت، بصرف النظر عن حجم المخاطر التي تحتوي عليها الصفقة، وهذا أمر غير مقبول¹، فالتمويل الإسلامي عندما يقدم كبديل للتمويل التقليدي ليس لأنه يقدم أدوات خالية من الفوائد فقط، بل لأنه يقوم على أساس أخلاقي وهو العدل في العلاقة التي تؤدي إلى قسمة عادلة للربح المشروط بأن يكون حلالاً، والحلال هو أن لا يربح طرف على حساب الطرف الآخر بل أن يتقاسم الجميع المنافع قسمة عادلة²، فلو ترك للعميل الخيار بتحمل البنك لتلك المخاطر في نظير دفع قيمة هامش المرابحة، ربما كان قراره هو تحمل تلك المخاطر بنفسه، حيث أن قبول العميل لصيغة المرابحة يكون من أجل الحصول على الأموال لتمويل صفقة الشراء، وليس من أجل تغطية تلك المخاطر، لأنه في الواقع لا يمثل هامش الربح المقابل لتحمل المخاطرة، ومن ثم تصيح عملية المرابحة في تلك الحالة عملية إقراض، إذ من غير المقبول أن يدفع العميل تكلفة في نظير مخاطر لا تمثل أهمية بالنسبة له، وقد لا يعكس قيمة هامش الربح تلك المخاطر³. ورغم أن صيغة المرابحة من أسهل الصيغ قابلية للتطبيق كما يعتقد البعض الآخر أنها من أكثر الصيغ الاستثمار انخفاضاً في درجة المخاطر من الصيغ الأخرى، إلا أن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر التي يمكن تلخيص أهم مصادرها فيما يلي:

1 - **تلف البضاعة قبل تسليمها للعميل:** كغرق السفينة الناقلة لسلعة المرابحة، ففي هذه الحالة، فإن المخاطر المترتبة على ذلك تختلف باختلاف شروط التسليم (بين المشتري المؤسسة المالية كوسيط ووكيل عن حملة الصكوك والبائع الأول)، فإذا كانت شروط التسليم عند محلات البائع الأول، ففي هذه الحالة تتحمل المؤسسة

¹ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 137-138.

² جمعة الرقيبي، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد، مرجع سابق، ص 1.

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 140.

المالية الإسلامية المخاطر المرتبطة بنقل البضاعة، أما في حالة كون شروط التسليم تتضمن التسليم عند محلات المشتري فلا تتحمل المؤسسة المالية الإسلامية المخاطر حتى تصل البضاعة إلى مخازنها وحينئذ تتعدم المخاطر في هذا النوع¹.

2- **الرد بالعيب الخفي:** وهي تعتمد على طبيعة السلعة، بل ربما لا يكون لها وجود في سلع معينة، وهي تظهر في السلعة بعد حصول العميل عليها، والمؤسسة المالية الإسلامية تتحمل تبعه رد السلعة المشتراة نتيجة ظهور أي عيب بعد تسلمها من قبل العميل، أو عدم مطابقتها للأوصاف المطلوبة².

3- **عدم الالتزام بالوعد:** وهي تعتبر من المخاطر في حالة الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة. فبعد طلب الزبون للسلعة، ودفعه لمقدم المراجعة، يمكن أن يغير رأيه في العملية، في الوقت الذي يكون فيه البنك مثلاً (كوسيط ووكيل عن حملة الصكوك و مقدم لسلعة المراجعة) قد قام بشراء السلعة المطلوبة، وعليه يتحمل البنك تكلفة التخزين، وما قد يصيب السلعة من تلف، أو ما يحدث من تغير في الأسعار، إلى أن يجد مشترياً آخر لهذه السلعة، وعليه سيتحمل البنك التكاليف التي أشرنا إليها، فهناك من المجامع الفقهية من أجاز بأن يلزم البنك العميل بمقدار ما لحقه من خسارة جراء نكوله عن الوعد، وإذا لم تكن هناك خسارة فلا يلزمه التعويض بشيء.

في حالة النكول عن الشراء يتصرف البنك ببيع السلعة إلى طرف ثالث، ويكون للبنك حق الرجوع على هامش الجدية المدفوع من قبل العميل، وكذلك يمكن أن يكون للبنك الحق في أن يسترد من العميل أي خسارة يتعرض لها من بيع السلعة بعد إستيفائه لهامش الجدية أو يمكن أن لا يكون له الحق في ذلك، وفي كلتا الحالتين يتم التخفيف من هذه المخاطر بواسطة السلعة التي بحوزة البنك وهامش الجدية المدفوع في حالة أن يكون للبنك الحق في إسترداد الخسارة التي تعرض لها، فلن هذا الحق يمثل مطالبة مستحقة لمخاطر الائتمان، ويقاس هذا التعرض على أنه إجمالي تكلفة الشراء ناقصاً القيمة السوقية له كضمان خاضع لأي حسم وناقصاً مبلغ أي هامش جدية. في حالة أن لا يكون للبنك الحق في الرجوع للعميل لإسترداد أي خسارة تفوق خسارة هامش الجدية، فإن تكلفة السلعة تمثل مخاطر السوق كما هو الحال في المراجعة للأمر بالشراء عند عدم إلزامية الوعد، ويتم الحد من مخاطر السوق عن طريق هامش الجدية الذي يحق للبنك الحصول عليه للتعويض عن الضرر.

وتجدر الإشارة أن مخاطر المراجعة تختلف عن مخاطر المراجعة للأمر بالشراء مع الوعد الملزم، ومع عدم إلزامية الوعد، ففي عقود المراجعة تتوقف مخاطر الأسعار، وتحل محلها مخاطر الائتمان المتعلقة بمبلغ الذمم المدينة المستحقة على العميل عندما يستلم السلعة ويتولى ملكيتها، أما في المراجعة للأمر بالشراء مع الوعد الملزم فيتعرض البنك لمخاطر الطرف المتعامل معه في حال عدم وفاء الأمر بالشراء في المراجعة بإلزامه بموجب وعد الشراء، لذلك يقوم البنك ببيع السلعة لطرف ثالث، وربما يكون سعر البيع أقل من سعر الشراء، وعادةً يتم التخفيف من مخاطر البيع بخسارة تكون عند نكول الواعد بالشراء، وذلك بالحصول على هامش جدية عند توقيع وعد الشراء مع العميل، ويكون للبنك حق الرجوع للعميل لتغطية أي نقص في هامش الجدية لتعويض الخسائر التي لحقت له جراء النقص³. ونرى أن هذا النوع من المخاطر يزيد في حالة صكوك المراجعة والتي يكون فيها الأمر بالشراء جهة أخرى غير المصدر للصكوك، أما إذا كان المصدر هو الواعد بشراء سلعة المراجعة ومشترياً لها، فإن هذا النوع من المخاطر قليلاً ما يحدث، لأنه ناذراً ما يغير المصدر رأيه في العملية.

¹ حسين بلعجوز، المرجع السابق، ص 47.

² عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 138.

³ فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 8-10.

4- **التخلف عن السداد:** تنشأ هذه المخاطر من عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها، فإذا تأخر الزبون، أو ماطل في سداد تلك الأقساط، فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه، أو تفرض غرامات التأخير، وقد جاء بمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص¹: «لا يجوز اشتراط التعويض المالي نقداً أو عيناً، وهو ما يسمى بالشرط الجزائي، على المدين إذا تأخر عن سداد الدين، سواء نص على مقدار التعويض أم لم ينص، وسواء كان التعويض عن الكسب الفائت (الفرصة الضائعة) أم عن تغير قيمة العملة»، وكذلك: «لا تجوز المطالبة القضائية للمدين المماطل بالتعويض المالي نقداً أو عيناً عن تأخير الدين»، وعليه لن يترتب تعويض المؤسسة المالية الإسلامية عن الفرصة التي تضيع بسبب ذلك كما هو الحال بالنسبة للبنوك التقليدية، وفي هذه الحالة تكون المؤسسة المالية الإسلامية مجبرة بين إمهاله إن كان معسراً (واتفق الفقهاء المعاصرون على أن المدين المعسر لا يجوز إلزامه بدفع تعويض مقابل تأخيره في الوفاء؛ لأن المعسر مستحق للإنظار إلى الميسرة، والإلزام بالتعويض ينافي الإنظار المأمور به شرعاً)، أو اللجوء إلى المحاكم إن كان المدين مماطلاً في حالة الأخذ بمبدأ إلزامية الوعد للعميل بالشراء، وفي كلا الحالتين تتضرر المؤسسة المالية الإسلامية، وتحدث له الخسارة.

5- **إختلاف أسعار الصرف:** يكون الثمن في صيغة المربحة التي تجريها المؤسسة المالية الإسلامية وتحصل فيها على تأجيل للثمن أو فترة سماح قد يكون محدداً بعملة أجنبية مختلفة عن العملة التي سيشتري بها الواعد، فيتعذر تحديد التكلفة فيها لأن المؤسسة المالية الإسلامية ستدفع العملة الأجنبية إلى المورد بعد مضي الأجل، في حين أنه يبرم صيغة المربحة مع العميل عند وصول البضاعة، فإذا أجرى المعادلة بين الثمن بالعملة الأجنبية (عملة تملك المؤسسة المالية للسلعة) وبين العملة المحلية (عملة صيغة المربحة للواعد) ثم عند دفع الثمن إلى المورد تغير سعر العملة بصورة خارجة عن المعتاد، فإن المؤسسة المالية الإسلامية ستتحمل هذا الفرق في صرف العملة، وقد يكون كبيراً بحيث يقضي على ربح المؤسسة كله أو معظمه².

وعليه فإن كل تلك المخاطر التي تتعرض لها صيغة المربحة تتعدى وتتعاكس على صكوك المربحة فهي قائمة على أساسها، ويظهر ذلك من خلال تناقص القيمة السوقية نتيجة لتماطل العميل أو رفضه الإلتزام بالتعهد بعد توفير السلعة لو كانت هذه السلعة وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها)، فإحجامه أو نكوله عن الشراء يعني إضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد هذه الصكوك القيمة الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المربحة بكاملها وعليه إنهيار المشروع وفشله.

سادساً- مخاطر الإستثمار بصيغة الإستصناع:

وهي المخاطر التي يتعرض لها المشتري (المستصنع له) نتيجة التمويل بصيغة الإستصناع لمشروع متفق عليه مع العميل، ومخاطر التمويل بالإستصناع أشبه بمخاطر التمويل بالسلم^{*}، إلا أن المشتري (بنك مثلاً كوسيط ووكيل عن حملة الصكوك) يدخل في أغلب الأحيان منذ البداية في عقد إستصناع موازٍ مع مستصنع آخر، لتنفيذ ما طلبه الزبون، وبذلك يكون البنك عبارة عن وسيط بين طرفين دون أن تكون هناك علاقة تجمع بينهما، في حين أن البنك قد لا يدخل منذ البداية

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الجيار رقم (03) المدين المماطل، مرجع سابق، ص 26.

² عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 139-140.

* صيغة الإستصناع شبيهة بصيغة السلم، إلا أن صيغة الإستصناع يحكمها عقد مبيع في الذمة شرط فيه العمل

في عقد سلم موازٍ، نظراً لاختلاف طبيعة كل عقد، وفي هذه الحالة يقوم المشتري (البنك) وعند إستلامه للسلعة محل العقد بدفع الثمن كاملاً، في حين أنه يستلم المبلغ على أقساط عند بيع السلعة إستصناعاً للزبون، ومن هنا فإن المخاطرة تكون من طرفين¹:

1 من الزبون (المستصنع الأول الطالب لسلعة الإستصناع): وتتشأ هذه المخاطر خاصة في حالة صكوك الإستصناع الموازي، إذا وقع المصدر عقد إستصناع مع جهة ما ، بصفته صانعاً، ثم يصدر صكوك إستصناع مواز لإستخدام حصيلتها في تصنيع العين، فيكون المصدر في هذه الصكوك مستصنعاً وحملة الصكوك صانعاً، يستحقون الفرق بين تكلفة تصنيع العين وبين ثمن العين المصنعة الذي حدده المصدر المستصنع في نشرة الإصدار، وتتمثل في أهم المخاطر التالية:

أ - تراجع الزبون عن إتمام العقد: إذا إعتبر عقد الإستصناع عقداً جائزاً غير ملزم، وفق بعض الآراء الفقهية، وعليه تمتع العميل بخيار التراجع عن العقد، فقد تكون هنالك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم لزومية العقد فيتراجع عنه، وإن تمت معاملة الزبون في عقد الإستصناع معاملة الزبون في عقد المرابحة، وإن تمتع بخيار التراجع عن العقد ورفض تسلّم السلعة في موعدها، فهناك مخاطر إضافية يواجهها² المشتري (المستصنع) (والذي قد يكون المصدر لصكوك الإستصناع) عند التعامل بعقد الإستصناع، حيث أنه سيتحمل في هذه الحالة تكلفة تخزين السلعة وتسويقها وبيعها، وربما يتعرض إلى مخاطر السوق العامة، أو إلى خسارة عند بيعها إلى زبون آخر.

ب- تخلف الزبون عن السداد: وهو على غرار ما يحدث في صيغة المرابحة حيث تنتهي صيغة الإستصناع بالمداينة، وتشبه المخاطر الائتمانية التي تواجهها الإستثمارات التقليدية³.

2- من الصانع: وفي حالة الصكوك الإستصناع يتمثل الصانع في الجهة التي تتولى عميلة تصنيع الأصل بالفعل وبنفس المواصفات المطلوبة من المستصنع، وتتشأ مخاطر عدة من الصانع منها:

أ - عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة، سواء أكانت مخالفة لمعايير الجودة، أو المعايير الخاصة التي طلبها المستصنع الأول.

ب عدم القدرة على تسليم السلعة المستصنعة في التاريخ المحدد وفق بنود العقد، سواء أكان لسبب داخل في إدارة الصانع أو خارج عنها.

ج- خيانة الإستشاري في عملية مراقبة أطوار صناعة السلعة وتقييمها، مما يؤدي إلى تعجيل الأقساط حسب إشارة المستشار قبل وصول السلعة إلى المرحلة التي يجب فيها تسديد القسط، والمشكلة في هذه الحالة إذا لم يتمكن الصانع من الوصول إلى الطور الذي استلم ثمنه قبل أوانه⁴، مما يؤدي إلى عدم تسليم السلعة إلى المستصنع في الوقت الذي يتم تسديد فيه جميع الأقساط.

3- عدم تخصص الصانع: كأن يقوم وكيل الإصدار وفي نفس الوقت بإعتباره مديراً للإستثمار نيابة عن حملة الصكوك بصفته صانعين في عقد صيغة الإستصناع بأدوار لم يتخصص في القيام بها، فهو يقوم بدور البناء والمقاول والصانع المورد، وبما أن البنك لم يتخصص في هذه المهنة، فإنه يعتمد على المقاولين من الباطن

¹ فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 8. بتصرف.

¹ حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية « مدخل حديث»، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2010م، ص 325.

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 145.

⁴ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 88

(يدخل في عقد إستصناع مواز)، مما قد ينتج عنه عجز المقاولين من الباطن في الوفاء بالتزاماتهم في الوقت المحدد¹.

4- التقلبات في أسعار المواد الخام اللازمة في صناعة السلعة مما ينعكس على سعر سلعة الإستصناع².

5- إنخفاض القيمة السوقية لسلعة عقد الإستصناع بعد تسلمها، مما يؤدي إلى إنخفاض عائدات الصكوك التي تمثل ملكية حصة شائعة في السلعة المستنعة.

وصكوك الإستصناع تصدر لجمع حصيلة رأس مال الإستصناع لإستصناع سلعة معينة وبالتالي، فإن صك الإستصناع يمثل حصة شائعة في ملكية السلعة المستنعة، وإن أي مخاطر تتعرض لها عملية الإستصناع أو تتعرض لها السلعة محل الإستصناع فإنها تنتقل إلى الصكوك التي تمثلها من خلال تناقص القيمة السوقية.

سابعاً- مخاطر صيغ الإستثمار بصيغ التمويل الزراعية (المزراعة، المساقاة، المغارسة)

وهي المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية عند تمويلها لصيغ التمويل الزراعية، والتي تتسم بارتفاع درجة المخاطر الطبيعية والتي تقع على الزرع والثمار، أو ما يخرج من الأرض عادة، مما يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بالكميات المتوقع الحصول عليها من وراء هذه العملية الزراعية، ولا سيما إذا كان يعتمد على الطرق البادئة للري كما في حالة السقي عن طريق الأمطار التي تتذبذب بمعدلاتها من فترة إلى أخرى، وهي المخاطر التي تنشأ نتيجة ظروف تقع خارج سيطرة كل من المؤسسة المالية الممولة للعملية والمزارع، ومن الطبيعي أن تتجنب المؤسسات المالية الإسلامية تقديم التمويل إلى النشاط الزراعي، على الرغم من أن التمويل الإسلامي أساسه تحمل المخاطر التي تنجم من ممارسة نشاط إنتاجي وليس بالضرورة أن تكون مخاطر إقتصادية، ولكن قد تكون مخاطر طبيعية، وهي من أبرز المخاطر التي تتعرض لها صيغ التمويل الزراعية، ونوجزها فيما يلي:

1 - مخاطر بيئية: نظراً لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة إتصلاً وثيقاً بالبيئة، فإنها معرضة لكل العوامل البيئية، ونميز هنا نوعين من الأحداث الطبيعية للعوامل الطبيعية:

أ- أحداث غير عادية ولكنها متكررة : مثل الفيضانات والرياح والحشرات والأوبئة، وهي أحداث يصعب التنبؤ بها وتحديد أوقاتها، وحجم أضرارها، ولا بد من أخذ هذه الأحداث عند إعداد دراسة الجدوى للمشروع الزراعي وتحديد أبعادها، ومدى تأثيرها على ربحية المشروع، وذلك حتى توضع لها الخطط والإستراتيجية اللازمة لمواجهتها حال وقوعها.

ب- أحداث عادية وغير متكررة: مثل الآفات والحرائق، وهي أخطار يمكن التنبؤ بها، وعلى مدير المشروع أن يتخذ الإحتياطات اللازمة من آثارها عند وقوعها.

وهذه الأحداث تؤدي إلى رداءة المحاصيل الزراعية أو انعدامها والذي يسبب خسارة المشروع³.

2- تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق، في حال أخذت المحاصيل طريقها إلى السوق، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى إنخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها.

¹ عادل بوقري، المرجع السابق، ص 145.

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 88

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية، مرجع سابق، ص 146. بتصرف

3- كما قد تتعرض هذه الصيغ لسوء الإدارة والتصرف من بعض الأطراف ، مما يؤدي إلى فشل المشروع بشكل كلي أو جزئي¹.

وبما أن الصكوك الزراعية تمثل حصة شائعة في موجودات المشروع الزراعي، وإن أي خطر تتعرض له هذه الموجودات فإنه يتعدى إلى الصكوك التي يمثلها، وإن أي إنخفاض في القيمة السوقية لمحاصيل المشاريع الزراعية تؤدي مباشرة إلى إنخفاض عائدات الصكوك التي تمثل حصة شائعة في ملكية المشروع الزراعي بكل عناصره بما فيها من حصيدلة النشاط الزراعي (نتيجة المشروع الزراعي)، كما يمكن أن تفقد هذه الصكوك القيمة الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها وعليه إنهياري المشروع وفشله.

ثامناً- مخاطر القرض الحسن:

صكوك القرض الحسن كما سبق ذكره أداة تمويلية ليس لغرض الإستئمان وإنما لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافلية، وتصدر عن الحكومة أو عن البنك المركزي أو عن جهات حكومية تهدف إلى التنمية الإجتماعية والإقتصادية من خلال مكافحة الفقر والبطالة للمجتمع.

إلا أن هناك العديد من المخاطر التي تواجه هذا النوع من القروض، خاصة إذا كانت موجهة لأفراد المجتمع، أهمها:

1 -مخاطر عدم السداد من المستفيد: وتظهر هذه المشكلة خاصة من قبل أفراد المجتمع المستفيدين من القرض من قبل الهيئات الحكومية التي تسعى لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافلية بهدف التنمية الإجتماعية والإقتصادية، وهذا نتيجة ظن الكثير من المستفيدين أن هذه القروض هي عبارة عن إعانة أعطيت لهم وليسوا معنيين بإرجاعها، فهم يعتقدون أنهم مستحقون لها أصلاً.

أما إذا كانت هذه القروض موجهة للحكومة أو البنك المركزي أو البنوك فعادةً ما تكون مضمونة وتسد في مواعدها المحددة .

2- مخاطر ضعف الإدارة: قد يكون المستفيد من القرض الحسن حرفياً ماهراً في حرفته، لكنه قد يكون مسيراً سيئاً إذا تعلق الأمر بالجوانب المالية المحاسبية، فالكثير من المستفيدين من القرض الحسن لا يفرقون بين ميزانية البيت وميزانية المشروع الممول عن طريق القرض الحسن، وعادة ما يقعون في خطأ إستهلاك إيرادات المشروع بالموازاة مع دخولها، وينسون تغطية مختلف التكاليف التي تنتظرهم كل شهر أو كل فصل، وفي النهاية قد يجد المقترض نفسه قد إستهلك ي جزءاً من رأس المال.

3- مخاطر السوق: قد يكون المشروع الممول من الناحية الإقتصادية مربحاً، لكن عند التنفيذ والدخول إلى السوق لتسويق السلع والخدمات الناتجة عنه يجد المقترض نفسه أمام منافسة شديدة يعجز في الكثير من الأحيان عن الوقوف أمامها، وهذا ما يعرض نتائجه في النهاية إلى خسارة والوقوع في العجز عن التسديد، وهذا في الأصل قد يكون سببه سوء تقدير القدرة التنافسية للمشروع.

4- مخاطر التضخم: في بعض الأحيان تكون الدراسة مبنية على أساس أسعار معلومة، لكن بعد فترة قد يفرض السوق مستويات أسعار تتزايد معدلاتها مع مرور الوقت، مما يجعل القدرة التمويلية الضعيفة للمشروع عاجزة عن مسايرة تلك التغيرات مما يجعل أسعار المواد الأولية التي تستخدم في الإنتاج مرتفعة وبالتالي إرتفاع تكاليف الإنتاج عن تلك المسطرة في دراسة الجدوى الإقتصادية، هذا من جهة المقترض، أما من جهة المقرض (وهم

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 89.

حملة صكوك القرض الحسن)، فإن صكوك القرض الحسن قد تتأثر بالتضخم من خلال انخفاض قيمتها نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، خاصة إذا كانت هذه الصكوك متوسطة أو طويلة الأجل، ومع تشديد الفقهاء على أن القرض (في حالة التضخم) يرد بمثله لا بقيمته.

5- مخاطر تدني العائد: قد ينجح المقترض في الإنتاج والبيع بأسعار تحقق هامش ربح معين، لكنه في الحقيقة يعتبر هامشاً متدنياً لا يكفي إلى لتسديد قيمة القرض في الأجل المحدد نتيجة ضعف رأس المال من جهة، ونتيجة لمخاطر التضخم والمنافسة ويمكن لسوء تسيير المشروع، مما قد يؤدي إلى إحداث خسارة أو النتائج المعدومة، مما يرهن نجاعة المشروع في الأجل القصير خاصةً. هذا بالإضافة إلى العديد من المخاطر الأخرى التي تواجه المستفيد من القرض الحسن¹.

وبما أن صكوك القرض الحسن تمثل حصة شائعة في دين (قرض) يضمن مصدره قيمته، فأى مخاطر يتعرض لها القرض تنعكس مباشرة على حامل صك القرض الحسن، لأن الصك قائم على أساس هذا القرض. أما بالنسبة لمخاطر الصكوك الإستثمارية الوقفية فهي صكوك قائمة على صيغ التمويل الإسلامية، وعليه هي سواء بسواء كالصكوك الإستثمارية الإسلامية، وعليه فهي عرضة لكافة المخاطر التقليدية ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية القائمة على أساسه والتي سبق معالجتها.

المطلب الثالث: المخاطر التشغيلية والصكوك الإسلامية

تعتبر المخاطر التشغيلية من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة وهي تعني تلك المخاطر المتصلة بأوجه الإختلال الوظيفي في نظم المعومات ونظم رفع التقارير وفي قواعد رصد المخاطر الداخلية، وهو خطر مرتبط بالعنصر البشري ليس له علاقة مباشرة مع ظروف الأسواق المالية، حيث تواجه الإستثمارات المالية بشقيها التقليدية والإسلامية مخاطر تشغيلية واحدة، إلا أن هناك مخاطر تشغيلية إضافية ينفرد بها الإستثمار في الصكوك الإسلامية نتيجة لخصوصيتها وتعاملها بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن الممكن أن يؤدي الخلل في نظام التشغيل لنقص التدفقات النقدية مقارنة بما هو متوقع أو مستهدف، وبذلك يخلق مشاكل بين حملة الصكوك والجهة المصدرة للصكوك². وهناك عدة تعريفات للمخاطر التشغيلية، حيث تم تعريفها على أنها أية مخاطر غير مخاطر السوق ومخاطر الإئتمان، ويؤخذ على هذا التعريف أنه لم يحدد أنواع المخاطر التشغيلية التي تواجهها المشاريع الإستثمارية. ويرى بعض الباحثين أن من أفضل التعاريف للمخاطر التشغيلية هو التعريف الصادر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية ضمن إتفاق بازل 2 الذي عرفها على أنها: "مخاطر تحمل خسائر تنتج عن عدم نجاعة أو فشل العمليات الداخلية، والعنصر البشري، والأنظمة والأحداث الخارجية، ويشمل هذا التعريف المخاطر القانونية ولكنه يستثني المخاطر الإستراتيجية ومخاطر السمعة والمخاطر التنظيمية، ولا يعتبر الاحتفاظ برأسمال لمواجهة الخسائر الناشئة عن المخاطر التشغيلية خياراً في إطار بازل 2 بل هو جزء جوهري فيه"³.

وعلى المؤسسات المالية الإسلامية أن تراعي المجموعة الكاملة لمخاطر التشغيل ذات الأهمية التي تؤثر على عملياتها، بما في ذلك من مخاطر الخسارة الناجمة عن عدم كفاية أو إخفاق الإجراءات الداخلية، والأشخاص، والنظم، أو الناتجة من

¹ فارس مسلدور، مخاطر القرض الحسن من صندوق الزكاة وسبل تغطيتها، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العالمي الدولي السنوي السابع: "إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة"، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، المنعقد أيام: 16 إلى غاية 18 أبريل 2007 م، ص ص 11-12. بتصرف

² فضل محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 19، بتصرف

³ نقلا عن: نصر عبد الكريم، مصطفى أبو صلاح، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل II: دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين، ورقة عمل مقدمة إلى

"المؤتمر العلمي السنوي الخامس"، جامعة فيلادلفيا، الأردنية، المنعقد في الفترة من 4 إلى 2007/07/5م، ص 14

أحداث وعوامل خارجية، وتأخذ المؤسسات في الاعتبار الأسباب المحتملة للخسارة الناتجة عن عدم الالتزام بالشريعة وإخفاقها في الوفاء بمسؤولياتها الإستثمارية¹.

وتتدرج المخاطر التشغيلية تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارج عن سيطرة المشروع، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث الطبيعية في هلاك الزرع في إستثمارات صكوك المزارعة، أو هلاك الأصل المؤجر في إستثمارات صكوك الإجارة، ونحو ذلك، وتتدرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية، كعدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها وإستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، ومن خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثار على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية².

بناءً على ما سبق نحاول من خلال ما يلي التعرف على أهم مصادر المخاطر التشغيلية التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية.

أولاً- المخاطر الشرعية: تتدرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة والتي تختص بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى المتداولة في الأسواق المالية.

وينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة عدم قدرة المنشأة العاملة في مجال التصكيك على تحقيق التوافق في عملياتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتأثر هذه المخاطر بعوامل عدة أهمها ما يلي:

- 1- موقع الهيئة الشرعية في الهيكل التنظيمي للمؤسسة، ومدى إلزامية قراراتها وشمولها على أعمال المؤسسة، ووجود نظام كفاء للرقابة الشرعية تضمن عدم إستقلالية المؤسسة عن تنفيذ قرارات الهيئة الشرعية، وإكتشاف الأخطاء إن وجدت والعمل على تصحيحها.
- 2- تعدد العلاقات التعاقدية بين جميع أطراف عملية التصكيك نظراً لتعدد العقود اللازمة لتنفيذها، مما يزيد من أعباء ومسؤولية الهيئة الشرعية للمؤسسة للتأكد من توافق جميع العقود المطبقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3- إختلاف العلاقة التعاقدية بين المستثمرين (حملة الصكوك) من جهة، وبين المؤسسة البادئة للتصكيك، وذلك تبعاً لنوع الأصول وطبيعتها محل التصكيك-من جهة أخرى- والتي تشمل: أعياناً مؤجرة، منافع، خدمات، ذمم بيوع ناتجة عن بيوع مشروعة، أو مزيجاً مما سبق .
- 4- الشروط والضوابط الشرعية اللازمة لإصدار وتداول الصكوك المصدرة التي تختلف حسب نوع وطبيعة الأصول محل التصكيك، على سبيل المثال لا يجوز إصدار صكوك مرابحة وسلم لغرض التداول إلا بشروط وضوابط شرعية معينة³.

كما تتعدد مصادر المخاطر الشرعية منها:

أ- مخاطر تتعلق بالإختلافات والخلافات الشرعية بين الفقهاء، وقد تم التطرق إلى هذا النوع من المخاطر في المبحث الأخير-واقع وتحديات الصكوك الإسلامية من الفصل السابق-*

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، ديسمبر 2005، مرجع سابق، ص50

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 121

³ مقال بعنوان: 8 مخاطر لعملية التوريق، جريد القبس، القسم الإقتصادي، مرجع سابق، ص 56

* راجع المطلب الثالث من المبحث الرابع من الفصل الأول، ص 114

ب- مخاطر تنتج عن عدم التزام الصك المصدر بالضوابط الشرعية، فالصكوك الإسلامية أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة، ومخالفتها لهذه الأحكام في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، وترجع هذه المخاطر إلى استخدام أموال الصكوك في المحرمات، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ

ج- مخاطر تضارب المصالح في الهيئات الشرعية: رغم أن وضع الهيئات الشرعية فريد في علاقته بالمؤسسات المالية التي تخضع لإشراف شرعي من قبل تلك الهيئات، حيث تتمتع بالاستقلالية والهيبة، وأنها تنشأ بقرار من هيئة إدارية عليا في المؤسسة، ولكن بسبب إرتباطها بالمؤسسة يمكن أن يتصور التعارض من خلال تعارض أهداف الطرفين (الهيئة- المؤسسة) حيث تركز الهيئة في المقام الأول على شرعية معاملات المؤسسة وسلامة تطبيقها، بخلاف أصحاب المؤسسة الذين يسعون أساساً لتعظيم الربح، مما قد يوجد نوعاً من الضغط- في بعض الأحيان- على الهيئات وخاصة في ظل المنافسة التي تسود السوق، وتعدد الفتاوى وإجازة بعض المنتجات من بعض الهيئات ورفضها من قبل هيئات أخرى¹.

ويعتبر أعضاء الهيئات الشرعية، هم من صفوة المجتمع- ديناً وخلقاً وعلماً- ولهذا فإن مناقشة تعارض المصالح في أعمال الهيئة الشرعية، ينبغي أن ينظر إليه من زاوية أنه جزء من الممارسة العملية التي أفرزها التنظيم الإداري الإقتصادي الحديث، لذلك لا ينبغي أن تفهم على أنها معالجة لأمر واقعة، ولكن هي تصور إفتراضي لحالات متوقعة في المستقبل، بالإضافة إلى أنه إستكمال لمقومات تطور المؤسسات المالية الإسلامية².

ويمكن أن يتصور تعارض المصالح في الهيئات الشرعية بعدم إلتزام الهيئة ببعض المبادئ الخاصة بالشفافية والإفصاح، وبما يعرض إستقلالية الهيئة للخطر نتيجة الإنتفاع المادي أو المعنوي لعضو أو أعضاء الهيئة يعود عليه أو عليهم في شكل من الأشكال خلاف الأجر المنصوص عليه في إتفاقية العمل بين الطرفين أو خلاف ما تنص عليه اللائحة الداخلية المنظمة لعمل الهيئة³.

ويمكن أن تقسم أشكال تعارض المصالح في أعمال الهيئات الشرعية إلى أقسام على النحو التالي:

- ✓ التعارض بين إستقلالية الهيئات الشرعية وحصول أعضائها على مكافآت مالية؛
- ✓ التعارض بين مبدأ السرية وحق أعضاء الهيئات الشرعية الإفتاء لأكثر من جهة؛
- ✓ تعارض المصالح في حالات الإفتاء للمؤسسات المالية والمساهمة فيها؛
- ✓ التعارض بين حق الإطلاع على المعلومات الداخلية وإمكانية الإستفادة منها؛
- ✓ تعارض المصالح في حالة عدم الفصل بين الفتوى (التشريع) والتدقيق.

ثانياً- المخاطر الإدارية: تعرف المخاطر الإدارية بشكل عام على أنها تلك المخاطر التي تنشأ نتيجة لإتخاذ قرارات خاطئة في العملية الإستثمارية، وتظهر في المعالجة الخاطئة لعمليات المشروع اليومية، والضعف في أنظمة الرقابة والتدقيق الداخلي والإخفاق وسوء الإدارة والتنفيذ في المشاريع الإستثمارية، والتي من شأنها أن تترك آثاراً عكسية على القيمة السوقية

¹ العياشي الصادق فداد، تعارض المصالح في عمل الهيئات الشرعية، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، 18-19/05/2009، صص 10-11

² موسى آدم عيسى، تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية، بحث مقدم إلى "مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بالبحرين، المنعقد في 18-19/05/2009م، صص 15

³ العياشي فداد، تعرض المصالح في عمل الهيئات الشرعية، مرجع سابق، صص 11

للكوك الإسلامية التي تصدرها المنشأة نتيجة لتأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار في تلك الكوك.

ومن الأسباب الرئيسية لسوء إدارة المشروع الإستثماري عدم توافر القدرة والكفاءة الإدارية والفنية والخبرة العملية اللازمة والكافية في الكوادر البشرية المسؤولة على الإدارة واتخاذ القرارات المناسبة، وتختلف الخبرة المطلوبة باختلاف المشروع الإستثماري، والكوك الإسلامية بمختلف أنواعها معرضة بشكل عام لمخاطر سوء الإدارة والأخلاق، ولا تختلف طبيعة تعرض هذه الكوك لهذا النوع من المخاطر بخلاف مخاطر السوق ومخاطر الائتمان مثلاً التي تختلف طبيعتها باختلاف أنواع الكوك، فالكوك الإسلامية تمثل أصولاً مالية في مشروع إستثماري معين، وهذا المشروع تديره هيئة إدارية، بنك إسلامي مثلاً بصفته وكيل إصدار ومدير وإستثمار يتولى إدارة العمليات التي تمول بحصيلة الكوك، في الحالات التي يثبت فيها حق حملة الكوك شرعاً في الإدارة، وذلك نيابة عنهم، كما في كوك الإجارة والأعيان المؤجرة، وبيع المرابحة والبيع المؤجل والإستصناع والسلم، أما في الحالات التي يكون فيها حق الإدارة شرعاً لمستثمر حصيلة الكوك في مشروع معين أو نشاط خاص كالمضارب، فإن هذا المستثمر لحصيلة الكوك هو من يتولى إدارة المشروع، ويقتصر دور وكيل الإصدار أو أمين الإستثمار على مراقبة المضارب وحماية حقوق مالكي الكوك في مواجهته، أما الحالات التي يخضع فيها حق الإدارة للإتفاق، كالمشاركات والوكالات في الإستثمار فتحدد نشرة الإصدار طريقة الإدارة وصاحب الحق فيها، ويكون البنك الإسلامي في هذه الحالات كذلك وكيل إصدار أو أمين إستثمار لتمثيل حملة الكوك أمام الوكيل أو الشريك، وهذا يعني أن إصدار الكوك الإستثمارية والقيام بالأنشطة الإستثمارية التي تمثلها تستدعي الإدارة والتي لا بد من أن تكون على مستوى طموح حملة الكوك، لأن سوء الإدارة ينعكس على المشروع برمته سلباً، وهو ما يعرف بمخاطر الإدارة المتصلة باتخاذ أمين الإستثمار قراراً مالياً أو إستثمارياً يخالف ما تكون عليه الحالة الفنية للسوق أو السلعة أو العملة، وذلك بشراء السلعة أو بيعها بسعر أعلى أو أدنى مما يمكن أن يكون عليه السعر الحقيقي لأسباب فنية إدارية بحتة، الأمر الذي يصعب معه توقع أرباح مناسبة، بالرغم ما توحى به وتشير إليه نتائج التحليل الأساسي (Fundamentals Analysis) التي تهتم بتفسير العلاقة بين العرض والطلب، وأسباب تحرك الأسعار في الظروف العادية، وبالتالي بيان المستوى السعري المناسب أو المتوقع.

وقد إزدادت أهمية التعرف على الوضع الفني للسوق والأدوات والسلع بصورة كبيرة خلال العقدین الآخرين، وإلى درجة بات معها المتعاملون غير قادرين على إغفال ذلك فيما يتخذونه من قرارات، وتعتبر حدة التقلبات وإستمرارها وإنتشارها الواضح في مختلف الأسواق سبباً أساسياً لنتامي أهمية التحليل الفني، فسلوك المستثمرين أصابه تغيير جوهري نتيجة للتقلبات التي تطرأ على السوق فقد أصبحوا قادرين على تحقيق الأرباح أو التعرض للخسائر ليس لمجرد سلامة الإختيار الإستثماري فقط، وإنما لسلامة التوقيت الذي يقررون فيه دخول السوق والخروج منه، وهذا يعني أن التوقيت السليم لدخول السوق بات شرطاً أساسياً لتوقع الأرباح، وهو المجال الذي يعالجه التحليل الفني.

وباتت المخاطر الإدارية أكثر شمولاً أمام المشاريع الإستثمارية التي تتفصل فيها الإدارة عن الممولين وهو من خصائص إقتصاد السوق مما جعل مستقبل الشركات يتوقف على حسن إدارتها، فكثير من الشركات العملاقة أفلست نتيجة تصرف إدارة الشركة، وإنتشار الفساد وغسيل الأموال.

ومع إفتراض إتخاذ القرار الإداري السليم، فإن المشاريع الإستثمارية معرضة لنوع آخر من المخاطر، والمتمثلة في المخاطر الأخلاقية الناجمة عن سوء أخلاق الجهة التي تتولى عملية الإدارة و /أو العملاء المتعامل معهم في المشروع الإستثماري للكوك.

فقد يقوم مصدر الصكوك باستخدام حصيلة إصدار الصكوك في أنشطة لا يرضى عنها حملة الصكوك كالأنشطة غير المنتجة أو مرتفعة المخاطر، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية تجاه حملة الصكوك والمتعاملين الآخرين.

فالصيغ التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها بعضها يسمح بتدخل حملة الصكوك في إدارة المشروع كصكوك المشاركة، بخلاف بعضها الآخر الذي لا يسمح بتدخل حملة الصكوك في التفاصيل الإدارية للمشروع كالمضاربة مثلاً، وهذا قد يؤدي إلى عدم توفير المعلومات اللازمة لحملة الصكوك عن كيفية استخدام أموالهم من قبل الجهات المسؤولة عن إدارة المشاريع الإستثمارية للصكوك، كاستخدام حصيلة الصكوك في أغراض شخصية لا تزيد المشروع إلا خسارة، أو الإستثمار في أنشطة غير منتجة، أو إستخدامها في تنفيذ إستراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية المشروع، وإنما لتدعيم نفوذهم، ك شراء شركات أخرى ليس بناءً على الجدوى الإقتصادية للصفقة، وإنما لمجرد زيادة حجم المؤسسات المالية التي تدخل تحت نفوذهم، وتعرف هذه المشكلة ب: مشكلة الوكالة، ذلك أن الجهات المسؤولة عن إدارة المشاريع الإستثمارية الممولة عن طريق حصيلة الإكتتاب في الصكوك تدير شؤونها نيابة عن حملة الصكوك، وقد تنشأ مخاطر عن عدم قيامهم -باعتبارهم وكلاء للمؤسسة المالية- بتحقيق مصالح حملة الصكوك بتحري سبل ووسائل تعظيم ثروة حملة الصكوك. وبشكل عام، فإن وجود فجوة في المعلومات (عدم تماثل في المعلومة) بين حملة الصكوك ومديري المشاريع الإستثمارية تؤدي إلى:

- تقليص الدور المفترض للأسواق المالية، وذلك نتيجة لإحجام كثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق خوفاً من التعرض للمشكلات التي سبق ذكرها، وإحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفاً من بيع صكوكها بأقل من قيمتها الإسمية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الإستثمارية الجيدة التي تفيد الإقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.
- إنخفاض كفاءة الأسواق المالية، نتيجة لدخول بعض المستثمرين لإستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توفر المعلومات الكافية، مما يعرضهم لإتخاذ القرار السيء، وتوجيه مدخراتهم إلى من يتخذ قرارات إستثمارية سيئة أو من يسئ إستخدامها، الأمر الذي يعني عدم إستخدام موارد المجتمع للإستخدام الأمثل الذي يخدم أغراض النمو الإقتصادي.

هذا فيما لو كانت هذه المخاطر الأخلاقية ناجمة عن يتولى إدارة المشروع الإستثماري للصكوك.

إلا أن هذا النوع من المخاطر قد لا يتوقف عند هذا المستوى، وإنما قد يظهر نتيجة التعامل مع عملاء سيئي الأخلاق لا يلتزمون ببند العقود، وهذا قد يحدث بشكل واضح في الصكوك القائمة على العقود الآجلة، كصكوك السلم التي يصدرها المستثمرون لشراء سلعة السلم، فإحتمال عدم إلتزام البائع بتوفير السلعة في التاريخ المحدد أو حتى عدم تسليمها نهائياً، يؤدي إلى ما يعرف بمخاطر الإئتمان.

وبناءً على ما سبق يلاحظ أن مخاطر الإدارة ومخاطر سوء الأخلاق قد تكون سبباً أساسياً لبعض أنواع المخاطر التي مرت بنا في المطالب السابقة من هذا المبحث، فإتخاذ القرار الإستثماري أو المالي الخاطئ قد يؤدي إلى مخاطر السوق، لأن مدير المشروع يصدر قراراً بشراء أصل أو بيعه في وقت غير مناسب كبيع أصل في وقت تنخفض فيه قيمته أو شراء أصل في وقت ترتفع فيه قيمته، يؤثر هذا على عائد الصكوك، كما أن مخاطر الإئتمان قد تتجم عن مخاطر الإدارة أو المخاطر الأخلاقية عندما يتخذ المدير قراراً بعقد صفقة مع عملاء لا تتوفر له معلومات عنهم، من حيث القدرة على السداد أو عدم الإلتزام بقواعد الحيطة والحذر في توقيع العقود الآجلة، وقد يتعرض المشروع لمخاطر الإئتمان حتى بعد إتباع قواعد منح الإئتمان في حالة سوء نية العميل، وهو ما يعرف بالمخاطر الأخلاقية، ويعاب على الآليات المستخدمة حالياً لإصدار

الصكوك وجود مشكلة الوكالة (تضارب المصالح) بين طالب الأموال (جهة الإصدار) وحملة الصكوك، حيث تقوم جهة الإصدار بإصدار الصكوك وتنتشئ هيئة ذات غرض خاص (SPV) كوكيل إصدار من مهامها حماية حقوق حملة الصكوك، ونظراً لأن الهيئة الخاصة (SPV) ينشئها ويمكّلها في الغالب المالك الأصلي للموجودات المصككة، فمن المتوقع أن تحدد مهام الهيئة وصلاحياتها بما يتفق مع مصالحه التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك، وفي هذا تضارب بين مصالحهم وأغراض الشركة الخاصة (SPV).

ولا تقتصر المخاطر الإدارية فقط على إدارة المشروع، وإنما تتعدى لتشمل المحفظة الإستثمارية التي تحتوي على صكوك إسلامية، حيث تختلف مكونات المحفظة من مستثمر لآخر، فبينما تتكون المحفظة الإستثمارية لدى بعض المستثمرين من صكوك إستثمارية ذات مخاطر عالية في سعيها لتحقيق عوائد أعلى، في حين نجد بعض المحافظ الإستثمارية متدنية المخاطر لتضمنها صكوك إسلامية أقل مخاطر وبالتالي عوائد أقل، بينما يسعى البعض الآخر إلى تشكيل محفظة إستثمارية متوازنة، وهكذا فإن تكوين المحافظ الإستثمارية من صكوك إستثمارية يعتمد على فلسفة المستثمر نفسه، ومدى إستعداده لتقبل المخاطرة، وكذلك إحتياجاته الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي مستقر نسبياً وبشكل دوري (شهري، أو ربع سنوي أو سنوي) كإستثمار في صكوك الإجارة، أو أنه يهدف إلى تعظيم الأرباح، ونظراً لتكون المحفظة الإستثمارية من مجموعة صكوك إستثمارية ذات درجات مخاطر متفاوتة، فإنه يلزم حسن إدارتها والتصرف معها، فقد تظهر مخاطر في المحفظة الإستثمارية نتيجة لسوء إدارتها، ويترتب على سوء إدارة المحفظة الإستثمارية آثار سلبية كثيرة، منها:

- تشكيل محفظة إستثمارية من صكوك ذات عوائد متدنية نتيجة لضعف المركز المالي للمشاريع الإستثمارية التي تمثلها هذه الصكوك، مما يؤدي إلى الحصول على عوائد أقل من المتوقع لقلة المعلومات المتوفرة لدى مدير المحفظة عن الفرص الإستثمارية.
- تكوين محفظة إستثمارية ذات مخاطر عالية مع عدم مقابلتها لعوائد عالية تماثلها، لإحتوائها على صكوك إستثمارية عالية المخاطرة، ولأن المستثمر يكون مستعداً لتحمل مخاطر عالية إذا ما قابلت هذه المخاطر عوائد عالية، وبخلاف ذلك فلا يقبل أي درجة من المخاطر.
- تشكيل المحفظة من صكوك إسلامية قائمة على نفس نوع الموجودات مثلاً صكوك عقارية أو مبنية على نفس النوع من صيغ التمويل الإسلامية، مما يعني أن هذه الصكوك معرضة لنفس النوع من المخاطر، وعليه تعرض المحفظة كلها لهذه المخاطر بدرجات متفاوتة¹.

ثالثاً- المخاطر القانونية:

تنشأ المخاطر القانونية نتيجة عدم وجود إطار قانوني محدد ينظم عمليات التصكيك في الدول التي تجري العملية في حدودها الجغرافية، يوضح مهام وواجبات المؤسسة العاملة في مجال التصكيك، وعلاقتها مع السلطات الرقابية، وبيان حقوق جميع الأطراف المشاركة في عملية التصكيك².

حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، ويبدو أن التعامل بالصكوك الإسلامية متروك للإجتihad ويتوقف على مدى الخبرات المتوفرة والظروف الحاكمة، أما في بعض الدول التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد، ويحتاج إلى مزيد من الضبط والصيغة القانونية السليمة³، ونظراً لأن الكثير من النظم

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 98-102، بتصرف

² مقال بعنوان: 8 مخاطر لعملية التوريق، جريد القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، مرجع سابق، ص 56

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي، مرجع سابق، ص 46-47

والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية¹، فمن أبرز تحديات صناعة الصكوك الإسلامية عدم إنسجام مواد القانون مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأحكامها، مما قد يبعث في نفوس المراقبين الشك من مستقبل الصناعة المالية الإسلامية ولمن ستكون له الغلبة -في حال تعثر الصكوك- القانون أم الشرع، فالعلاقة بين مصدر الصكوك وحملتها تحكمها فعلياً القوانين الدولية خاصة القانون الإنجليزي الذي يحكم تقريباً معظم عقود الصكوك، وليس المعايير الشرعية غير الملزمة قانونياً ما لم ينص بذلك بشكل صريح ومفصل، وإذا نظرنا للصكوك خارج إطارها الشرعي، بصفتها "سندات إسلامية"، سوف تغلب عليها صفة السندات، وتعامل كأداة مالية تقليدية، وبذلك يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها تماماً.

ولقد استغل المرابون من بعض المستثمرين ضعفهم وأحياناً إنعدام البنية القانونية للمنتجات التمويلية الإسلامية خاصة منتج الصكوك المستحدث لجني الأرباح وتعظيم الثروات بإسم الشريعة الإسلامية، ولم تشفع الحرمة الشرعية للصكوك من تلاعب المرابين الذين أنزلوها منزلة السند الربوي حسب رأي الكثير من المراقبين الشرعيين، ويعتقد من جملة الأسباب هو عدم تقبل التجار والسماسة بفكرة الإنتقال من قاعدة ضمان رأس المال والربح المضمون لقاعدة الغنم بالغرم التي يرتكز عليها مفهوم الصك.

إن شرارة المخاطر القانونية المحتملة للمتعاملين في الصكوك تبدأ من نشرة الإكتتاب المعدة للإطلاع على ما تتضمنه من معلومات أساسية من قبل المستثمرين، والتي يمكن أن تساعدهم على إتخاذ قرار الإستثمار من عدمه، فثقافة قراءة النشرة قانونياً تكاد تتعدم لدى عامة المستثمرين خاصة بما يتصل بالبيانات الأساسية عن الشركة المصدرة ونواحيها المالية، شروط وأحكام الإكتتاب، تعهدات المستثمرين حول الإكتتاب، حقوق ومسؤوليات حملة الصكوك، والمخاطر المحتملة بالبيئة السياسية والقانونية للمشروع، مما يؤثر بشكل أساسي على حفظ حقوقهم الكاملة فتتازع الأطراف لتثبيت حقوقهم والدخول في دوامة المحاكم مما يؤثر بشكل مباشر على مكانة المنتجات المالية الإسلامية.

كذلك المخاطر القانونية الناشئة ببطان العقد لمخالفته إحدى الضوابط الشرعية التي تنظم الصكوك أبرزها في عدم الإعتبار لإختلاف الصكوك الإستثمارية الإسلامية عن سندات الدين التقليدية، فكما أسلفنا سابقاً بأن الصك يمثل ملكية حصة شائعة في المشروع مما يترتب عليه شرعاً حقوق وتصرفات مقررّة للمالك من بيع وهبة ورهن ونحو ذلك، لذلك لا بد من التحقق من وجود ملكية حقيقية للأصول وليست صورية لحملة الصكوك. إضافة إلى الكثير من مخالقات شرعية أخرى تفضي لمخاطر قانونية، كما قد تظهر بعض المشاكل القانونية لحملة الصكوك عندما تنص نشرة الإصدار بأنه في حال تعثر مصدر الصكوك في دفع الأجرة في وقتها ملزم بشراء الأصل بقصد حماية حملة الصكوك، وهو في الحقيقة يضر مصلحة حملة الصكوك حيث يصبحون أسوة الغرماء مع دائنين آخرين في الأصل بسبب شراء مصدر الصك للأصل، مما ينتج عنه صك عكسي بتحول حملة الصكوك من دائنين لمدينين لمصدر الصكوك².

ونرى أنه من بين أسباب غياب الأطر التشريعية والقانونية التي تنظم العمل بالصكوك الإسلامية، حدثت هذه الصناعة وعدم نضجها بالشكل الكافي، وكذا الخلافات الشرعية وتضارب الكثير من الفتاوى بخصوصها، كذلك فإن العديد من الفتاوى والمعايير التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية لا تمتلك القوة الإلزامية القانونية، بسبب عدم تبنيتها من قبل البنوك المركزية في معظم الدول المصدرة للصكوك، أضف إلى ذلك عدم الإعتراف بعقود التمويل الإسلامي التي تقوم

¹ صفية أويكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 19

² خالد الحشاش، مخاطر كثيرة في سوق الصكوك، مقال بجريدة القيس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد 13247، الصادر بتاريخ: 16 أبريل 2010م، ص 43

على أساسها أنواع الصكوك الإسلامية المختلفة في القانون المدني بإستثناء قلة من الدول (البحرين، وإيران، وماليزيا، والسودان، ومؤخراً كازاخستان).

وعليه فإن هذه الأسباب وغيرها من الأسباب الأخرى تجعل مهمة الجهات التنظيمية والإشرافية للدول المقررة لعمليات التصكيك في صياغة ووضع أطر تشريعية وقانونية واضحة تنظم إصدار الصكوك الإسلامية أمراً شبه مستحيل.

رابعاً- مخاطر السمعة:

هي المخاطر الناشئة عن وجود إنطباع سلبي عن المؤسسة العاملة في مجال التصكيك والذي قد يؤدي إلى حدوث خسائر في مصادر التمويل أو قد يؤدي إلى تحول المستثمرين (حملة الصكوك) إلى مؤسسات مالية إسلامية منافسة في مجال التصكيك.

وقد ينشأ هذا الإنطباع نتيجة إجراءات وتصرفات تقوم بها الجهة المصدرة للصكوك أو أمين إستثمارها، أو أية جهة موكلة في عملية التصكيك، أو نتيجة عدم العمل على تحقيق وحماية مصالح حملة الصكوك، أو القيام بممارسة غير قانونية أو تمويل قطاعات غير مرغوب فيها تتضمن مخاطر عالية.

كما أن معدل العائد المنخفض للصكوك المقارنة بمتوسط العائد في سوق الصكوك الإسلامية قد يؤدي إلى مخاطر الثقة، حيث يضمن حملة الصكوك أن مرد العائد المنخفض التعدي أو التقصير من جانب المؤسسة المالية المصدرة للصكوك.

وقد تحدث مخاطر الثقة لعدم الإلتزام الكامل بالضوابط الشرعية¹، وكما هو معلوم للصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، وبناءً عليه فإن مخالفة تلك الأحكام في أي فترة من فترات عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف درجة وخطورة المخالفة، فقد يتم تصويب المخالفة، كما يمكن أن تؤدي إلى بطلان عملية التصكيك برمتها، ويترتب على هذا البطلان أو (مجرد الشك في شرعية العملية) المساس بسمعة الصكوك في السوق ومصدرها، والحذر يقتضي أن تضبط الشروط بدقة من البداية. وصور المخالفات الشرعية في الصكوك كثير، كما أن هناك بعض الممارسات التي تضعف قيمة الصكوك وتجعلها ملتبسة مع السندات التقليدية²، وبما أن المسوغ الأساسي للصكوك الإسلامية هو إلتزامها بالشريعة كأداة مالية إسلامية بديلة للأدوات التمويلية التقليدية (الربوية)، فإن عدم إلتزامها بالضوابط الشرعية التي بنيت عليها يمكن أن يقود إلى مشكلة ثقة عظيمة الأثر وبالتالي تؤدي إلى محاولة المستثمرين التخلي عن صكوكهم والبحث عن أدوات مالية أكثر أماناً من الناحية الشرعية³.

خامساً- المخاطر الإستراتيجية:

تنشأ المخاطر الإستراتيجية نتيجة عدم وضوح المسار العام لمصدر الصكوك وأهدافها الرئيسية على المدى القصير والطويل، وتتأثر هذه المخاطر بعوامل عدة منها:

- ✓ التغييرات التي تطرأ على العملاء، ومدى رضاهم عن المنتجات والخدمات المقدمة.
- ✓ التوسع الداخلي والخارجي للمؤسسة العاملة في نشاط التصكيك.
- ✓ نشاط البحث والتطوير داخل المنشأة، ومدى كفايته لتغطية مجالات العمل الرئيسية، والقدرة على خدمة أهدافها، وعمليات التوسع الأفقي والرأسي التي تقوم بها في الداخل والخارج.

¹ حري عريقات، سعيد عقل، إدارة المصارف الإسلامية، مرجع سلبق، ص319، بتصرف

² عبد الستار الخويلدي، التحديات العامة للصناعة المصرفية الإسلامية، والتحديات المرتبطة بالصكوك السيادية وشبه السيادية، ورقة بحث مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان: "الصكوك الإسلامية: طبيعتها وتطبيقاتها"، مجلس دبي الإقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، الأرياء 31 مارس 2010م، ص25

³ حري عريقات، سعيد عقل، إدارة المصارف الإسلامية، مرجع السابق، ص320، بتصرف

✓ مدى شمولية الخطة الإستراتيجية ووضوحها وواقعيتها، وقابليتها للقياس، ووجود الموارد المالية والبشرية والفنية اللازمة لتنفيذها.

✓ الوضع التنافسي للمؤسسة، وقدرتها على تقديم منتجات وخدمات متميزة مقارنة بالمنافسين في السوق¹.

سادساً- المخاطر السياسية:

هي المخاطر التي يكون مصدرها الدولة التي تجري عملية إصدار الصكوك في حدودها الجغرافية، من خلال تدخلها في النشاط الإقتصادي بسن القوانين والتشريعات، بغرض إجراء إصلاحات إقتصادية.

فقد تفرض حكومات الدولة المستقبلية شروطاً تضغط بها على المؤسسات المالية المصدرة للصكوك، كفرض ضرائب جديدة، أو رسوم إضافية، أو إستحداث سياسات نقدية، كالسياسة التمويلية، وسياسة سعر الصرف للعملة الأجنبية، كما أن تدخل الدولة يكون أحياناً في شكل المصادرة والتأميم.

هذه المخاطر لا يمكن إهمالها ولا بد من أخذها بعين الإعتبار عند دراسة المشاريع الإستثمارية التي تمثلها الصكوك الإسلامية المصدرة.

كما يطلق على هذه المخاطر بالمخاطر السيادية، فهناك دول بها عقبات تنعكس سلباً على التدفقات النقدية التي يجنيها المستثمر الأجنبي، ويصعب ملاحقة الدول قضائياً لما تتمتع به من سيادة.

كذلك يكون من أسباب المخاطر السيادية نشوب حروب أو نزاعات بين الدول وتنعكس هذه النزاعات بشكل واضح على المؤسسات العاملة في مجال التصكيك التي لديها إستثمارات خارجية. إذ تعجز هذه المؤسسات في مثل هذه الظروف أن تدير أعمالها، أو توجه إستثماراتها، بطريقة كفؤة، مما يقلل من معدلات أرباحها، أو يعرضها إلى خسائر مالية تنعكس مباشرة على العوائد المتوقعة لحملة الصكوك.

إضافة إلى ذلك فإن أي تغيرات سياسية في تلك البلاد يتبعها تغيير في المناخ الإقتصادي، وربما يستصحب ذلك التحول فرض ضرائب جديدة على الإستثمارات الخارجية، أو مصادرتها أو تأميمها، أو وضع قيود على تحويل العملات الأجنبية كما حدث في بعض الدول².

وما يزيد هذه المخاطر خطورة أنه يصعب تقديرها، لأن تحليل المعلومات الإقتصادية ومدلولاتها حول هذه المخاطر غير متوفرة، لذا يؤخذ في الإعتبار الدولة وحكوماتها وإحترامها للحقوق والواجبات والإتجاهات السياسية للحكم فيها وإتجاه الدول الأجنبية بالإضافة إلى موقع الدولة جغرافياً، كما يدخل في هذه المخاطر الفساد الإداري والإقتصادي في الدول³.

سابعاً- المخاطر الطبيعية (البيئية):

وتتعرض جميع الصكوك الإستثمارية الإسلامية لهذا النوع من المخاطر، إلا أن أشد الصكوك تعرضاً لها، تلك التي تعتمد موجوداتها على الطبيعة في النمو كالصكوك المصدرة لتمويل مشروعات زراعية على أساس صيغ: المزارعة والمساقاة والمغارسة، لأنها شديدة التأثر بالعوامل الطبيعية إلا أن هذا الإرتباط بين البيئة وهذه الصيغ بدأ يتقلص بسبب الوسائل الحديثة التي باتت تعتمد عليها الزراعة خاصة في الدول المتقدمة والتي تمتلك الإمكانيات الهائلة للتصدي للتحديات البيئية. أما الدول النامية فلا زالت هذه المخاطر تشكل تحدياً حقيقياً أمام زراعتها، مما يفرض تحديات كبيرة أمام الإستثمار في كثير من الدول النامية. فإصدار صكوك في هذه الدول لتمويل المشاريع الزراعية يعني إرتفاع إحتمال تعرض المشاريع للمخاطر الطبيعية، مع تمتع غالبية هذه الدول بالمياه الجوفية، إلا أن ضعف الإمكانيات تمنع الإستفادة منها.

¹ مقال بعنوان: 8 مخاطر لعمليات التوريق، جريدة القبس الكويتية، القسم الإقتصادي، المرجع سابق

² فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 11، بتصرف

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 103

ونجد أن أكثر الدول التي تتمتع بالمساحات الشاسعة من الأراضي الزراعية الخصبة، هي أكثرها عرضة للمخاطر الطبيعية مما يقلل من أهليتها لإصدار صكوك لتمويل المشاريع الزراعية فيها، رغم سهولة التصدي لها في حالة توفر الإمكانيات اللازمة¹.

ثامنا- مخاطر أمنية المعلومات: يقصد بأمن المعلومات هو العلم الذي يبحث في نظريات وإستراتيجيات توفير الحماية للمعلومات من المخاطر التي تهددها ومن أنشطة الإعتداء عليها، أما من زاوية تقنية، وهو الوسائل والأدوات والإجراءات اللازم توفيرها لضمان حماية المعلومات من الأخطار الداخلية والخارجية. ومن ناحية قانونية، فإن أمن المعلومات هو محل دراسات وتدبير حماية السرية وسلامة محتوى وتوفر المعلومات ومكافحة أنشطة الإعتداء عليها أو إستغلال نظمها في إرتكاب الجريمة، وهو هدف وغرض تشريعات حماية المعلومات من الأنشطة غير المشروعة وغير القانونية التي تستهدف المعلومات ونظمها².

و مخاطر أمنية المعلومات ضمن المخاطر التي تتعرض لها المشاريع الإستثمارية التي تمثلها الصكوك الإسلامية، مع الأهمية التي يجب إيلاؤها لهذا النوع من المخاطر باعتبار أن المشاريع الإستثمارية تعتمد في تحويل وتخزين المعلومات المالية على أنظمة رقمية بإستخدام الحواسيب الآلية وشبكات المعلومات، حيث تتعرض هذه النظم وتكنولوجيا المعلومات إلى الكثير من المخاطر والتخريب المقصود كالقرصنة، والغير مقصود كإهمال العاملين أو قصور المنظومة الأمنية. والقرصنة هم الأفراد الذين خرق الأنظمة من خلال محاولة القيام بالاحتيال على كلمات مرور. وهم يحاولون القيام بذلك لعدة أسباب، ومنها على سبيل المثال ما يحدث في مجال منظمات الأعمال وهو التجسس ومحاولة الحصول على بعض المعلومات السرية عن المنظمات المنافسة. تواجه شبكات وأنظمة الحاسوب من الهجوم بطرق مختلفة، فبعض الأفراد يحاولون إدخال البيانات أو شراء السلع عن طريق الإنترنت بإنتحال هوية شخصية حقيقية وإستخدام تفاصيل بطاقة الإعتدال الخاصة به، وإدخال الرقم الرمزي الخاص به لشراء سلع وخدمات بطريقة غير مشروعة. الشكل الآخر الشائع لمهاجمة نظام الحاسوب هو عن طريق الفيروسات التي تدخل الشبكة وتعمل على تخريب البيانات أو أنشطة المعالجة لشبكة الحاسوب، ومن أنواع الفيروسات الحاسوبية الفيروسات الدودية Worms، وهي عبارة عن برنامج يعطي أوامر خاطئة أو مضللة لجهاز الحاسوب، ويحتل الفيروس الذاكرة وينتشر بسرعة فائقة جداً في الشبكات أما أحصنة طروادة Trojan Horses، فهي عبارة عن برنامج يدخل الحاسوب بشكل شرعي يصعب كشفه، ويقوم بتدمير و تشويه البيانات والفهارس المهمة، وكثيراً ما تنتقل هذه الفيروسات عبر البريد الإلكتروني، أما النوع الآخر من التهجم الذي تتعرض له البيانات والمعلومات هو إعتراضها عن المرور من عقدة إلى أخرى في الشبكة. هذا النوع من المهاجمة شائع في الشبكات اللاسلكية والتي تسمح بمرور المعلومات خلال الفضاء الجوي والتي تكون الإشارات عرضة لإيقافها. وعلى سبيل المثال تكون الإتصالات عبر الهاتف النقال الخلوي معرضة بسهولة إلى الإعتراض من قبل الصحن المستلمة والتي تقوم بإلتقاط بيانات الرسائل المنتقلة من جهاز إلى جهاز خلوي آخر³.

¹ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 103-104، بتصرف

² سناء عبد الكريم الخناق، إدارة مخاطر أمنية المعلومات: التهديدات والحماية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول "إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع

والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بو علي، الشلف، المنعقد يومي 25-26 نوفمبر 2008، ص 2

³ سناء الخناق، المرجع سابق، ص 5-7

المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر

ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة، ويقاس هذا الخطر في العادة بإحتساب الإنحراف المعياري عن النتائج السابقة وهو ما تم التطرق إليه في بداية هذا الفصل، ومع أن كل المنشآت تواجه حالة عدم التأكد من نتائج نشاطاتها، إلا أن المؤسسات المالية نجدها تواجه أنواعاً خاصة من المخاطر بالنظر إلى طبيعة نشاطاتها، فالغرض من المؤسسات المالية هو تعظيم الربح والقيمة المضافة للمساهمين والمستثمرين بها من خلال إدارتها للمخاطر في إطار تقديمها للخدمات المالية، حيث تتناول إدارة المخاطر المالية العلاقة بين العائد المطلوب على الإستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الإستثمار، وذلك بقصد توزيع هذه العلاقة بما يؤدي إلى تعظيم قيمة ذلك الإستثمار من وجهة نظر أصحابه، وهناك فرق بين قياس المخاطر وإدارتها، فبينما يعالج قياس المخاطر حجم التعرض للمخاطر، يرجع مفهوم إدارة المخاطر إلى العملية الإجمالية التي تتبعها المؤسسات المالية لتعريف إستراتيجية العمل ولتحديد المخاطر التي ستعرض لها مع إعطاء قيم لهذه المخاطر، لفهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها وخلق الترتيبات الكافية للرقابة الداخلية.

والإستثمار في الإسلام يقوم على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الآخر، ويعكس ذلك إبن القيم الجوزية بقوله: "المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعهها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله".*

والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثم يتعين على المنشآت المالية وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكناً أو بتوزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها، فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها. ولهذا سنحاول من خلال هذا المبحث، أن نتناول مفهوم إدارة المخاطر ومحاولة رصد تاريخها والتطرق إلى أهم مبادئها وقواعدها ومنهجها، والتعرف على الجهات المسؤولة للقيام بهذه العملية.

المطلب الأول: إدارة المخاطر في مفهوم التقليدي والإسلامي

تتعرض أنشطة وأعمال المنشأة دائماً في أي زمان ومكان للمخاطر، لذلك تعتبر عملية إدارة المخاطر من أهم وظائف المنشآت سواء كانت تابعة لدولة متقدمة أو لدولة متخلفة، لأن تبني إستراتيجية إدارة مخاطر فعالة يسمح للمنشأة بالبقاء والإستمرار في ظل المنافسة الشديدة التي تهددها، لذا سنتطرق في بداية هذا المطلب إلى مفهوم إدارة المخاطر ثم على أصولها في الشريعة الإسلامية، ثم بعد ذلك نتناول دورها وأهدافها وأهم عناصرها وتنتهي بأهم وظائفها.

أولاً- تعريف إدارة المخاطر: ظهر الإهتمام بإدارة المخاطر إعتباراً من أواخر النصف الثاني من القرن العشرين، وصدرت عدة تعاريف لإدارة المخاطر، نذكر منها:

- عرفت لجنة الخدمات المالية المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية إدارة المخاطر بما يلي: "هي تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها وذلك بهدف ضمان ما يلي¹:

* ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار النفوس، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج 5، ص418، نقلا عن: أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 122.

¹ The Financial Services Roundtable, **Guiding Principals in Risk Management For U.S. Commercial Banks**, USA, Washington, June 1999, p5

- ✓ فهم المخاطر .
 - ✓ أن المخاطر ضمن الإطار الموافق عليه من قبل مجلس الإدارة.
 - ✓ أن عملية القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الإستراتيجية للمنظمة.
 - ✓ أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر .
 - ✓ أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر .
 - ✓ أن القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم .
 - ✓ أن حوافز الأداء المطبقة في المنظمة منسجمة مع مستوى المخاطر ."
- وعرفت إدارة المخاطر أيضاً من خلال معيار إدارة المخاطر الذي تم وضعه من قبل فريق عمل مكون من قبل معهد إدارة المخاطر (IRM*) في المملكة المتحدة بالتعاون مع جمعية التأمين ومديري المخاطر (AIRMIC**) والمنتدى الوطني لإدارة المخاطر في القطاع العام (ALARM***): "إدارة المخاطر هي جزء أساسي في الإدارة الإستراتيجية لأي مؤسسة، وهي الإجراءات التي تتبعها المؤسسات بشكل منظم لمواجهة المخاطر المصاحبة لأنشطتها بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط ومن محفظة كل الأنشطة"¹.
 - ومن التعاريف الشائعة لإدارة المخاطر: "إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحثية عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى"².
 - وقد تم تناول مفهوم إدارة المخاطر من خلال مناقشة جوانب الإتفاق والإختلاف فيما بين إدارة المخاطر Risks Management وبين المفهوم العام للإدارة Management ، وقد نقرر أن إدارة المنشأة وإدارة المخاطر بالمنشأة متلازمان، وأنه يصعب تحقيق الفعالية في أحدهما دون أن تمارس الأخرى بشكل فعال، لأنهما يجب أن يعملوا معاً وبشكل متواز ومتكامل لإنجاز أهداف المنشأة"³.
 - ومن التعاريف أيضاً لإدارة المخاطر أنها: لا تعني التخلص من الخطر والذي يعني-في نفس الوقت- التخلص من العائد المتوقع، أما إدارة المخاطر بالمنشأة فإنها تعني استخدام الأدوات المناسبة لتدنية الخسائر المحتملة، وهي تستهدف تعظيم القيمة السوقية للعوائد المتوقعة في ضوء درجة المخاطر التي يمكن تحملها، أو المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة"⁴.
- وبمراجعة المفاهيم والتعريفات السابقة، لإدارة المخاطر نجد أنه تم تعريفها بطرق متنوعة، إلا أن هناك فكرة واحدة تظهر في كل التعريفات المطروحة تقريباً، إن إدارة المخاطر تتعلق بدرجة أساسية بالمخاطرة البحثية وتتضمن إدارتها، وأن مصطلح

* IRM : The Institute of Risk Management

** AIRMIC: The Association of Insurance and Risk Managers

*** ALARM : The National Forum for Risk Management in the Public Sector

1 The Institute Of Risk Management, **A Risk Management Standard**, AIRMIC, ALARM, IRM, London, 2002, p2

² حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003م، ص51

³ Borgsdorf Del, & Pliszka Dan., **Manager your risk or risk your management**, Public Management (US), Dec 1999, PP. 6 – 10

⁴ Thomas A. Stewart, **Management risk in the 21st century**, FORTUNE Magazine, USA, February 7, 2000. Visit: http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2000/02/07/272815/index.htm

"إدارة المخاطر" يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد¹.

وإنطلاقاً من ذلك نحاول صياغة تعريف خاص بإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث يمكن تعريفها على أنها: تلك العمليات والإجراءات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبتين بالتدفقات النقدية المستقبلية عند الإستثمار في الصكوك الإسلامية، وذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك.

ثانياً- أصول إدارة المخاطر في الشريعة الإسلامية: وتتمثل في أصول عامة وأخرى خاصة

1- الأصول العامة: تستمد إدارة المخاطر في الشريعة أصولها العامة من المقصد العام للشريعة الإسلامية ومن مقصد حفظ المال.

أ- المقصد العام من التشريع: هو حفظ نظام الأمة وإستدامة صلاحها بصلاح الإنسان، لهذا كانت الشريعة متطلبة لجلب المصالح ودرء المفساد، وهذه القاعدة كلية في الشريعة تمثل المقصد الأعظم منها، ومن تتبع مقاصد الشرع في جلب المصالح ودرء المفساد يجد أن المصلحة لا يجوز إهمالها وأن المفسدة لا يجوز قربانها وإن لم يكن فيها نص ولا إجماع ولا قياس خاص، والمنهيات كلها مشتملة على المفساد.

ب- مقصد حفظ المال في الشرع: مقصد حفظ المال من المصالح الضرورية في الشرع التي تكون الأمة بمجموعها وآحادها في ضرورة إلى تحصيلها بحيث لا يستقيم النظام بإختلالها، والمقصد الشرعي في الأموال خمسة أمور: رواجها، ووضوحها وحفظها وثباتها والعدل فيها.

- ✓ الرواج: دوران المال بين أيدي أكثر ما يمكن بين الناس بوجه حق، وهو مقصد شرعي عظيم دل عليه الترغيب في المعاملة بالمال ومشروعية التوثيق في إنتقال الأموال من يد إلى أخرى.
- ✓ وضوحها: وضوح الأموال في ذلك إبعادها عن الضرر والتعرض للخصومات بقدر الإمكان.
- ✓ حفظها: حفظ المال أصله قول الله تعالى: (يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم)*.
- ✓ الإثبات: أما إثبات الأموال فتقريرها لأصحابها بوجه لا خطر فيه ولا منازعة.
- ✓ العدل: العدل فيها بأن يكون حصولها بوجه غير ظالم.

2- الأسس الخاصة: بالإضافة إلى الأسس (الأصول) العامة فإن أي محاولات لإيجاد أدوات مالية إسلامية

تستخدم لإدارة المخاطر والتحوط ينبغي أن تتبني على مجموعة من الأسس الخاصة منها:

أ- التوافق مع المتطلبات الشرعية: وهذا يشمل²

- ✓ الإبتعاد عن الربا
- ✓ الإبتعاد عن الغرر الفاحش
- ✓ الإبتعاد عن الميسر والقمار

¹ محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، غير منشورة، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005، ص 2-6

* القرآن الكريم، سورة النساء، الآية رقم: 29

² عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل، ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة

الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، - 31 ماي - 06 جوان 2009م، ص 18

✓ ربط الخطر بالأصل المعرض للخطر ذاته، لأن فصل الخطر عن الملكية يؤدي إلى زيادة المخاطر.

ثالثاً - مضامين إدارة المخاطر: مما سبق ذكره نستخلص أن إدارة المخاطر هي نظام متكامل وشامل لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع ودراسة المخاطر المحتملة وتحديد قياستها، وتحديد مقدار آثارها المحتملة على أعمال المنشأة وأصولها وإيراداتها، ووضع الخطط المناسبة لما يلزم ويمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر، أو لكبحها والسيطرة عليها، وضبطها للتخفيف من آثارها إن لم يمكن القضاء على مصادرها.

- فهي نظام شامل متكامل، بمعنى: أنه يشمل جميع أعمال المنشأة وجميع العاملين فيها وجميع المعاملات والوسائل المستخدمة، فأنواع المخاطر المختلفة قد يقع في أي جانب منها وتأثير المشكلة حال حدوثها قد يصيب كامل المنشأة وأعمالها، ونتيجة لذلك لا بد أن تعنى إدارة المخاطر بكل عناصر العمل والنشاط، وبمستويات مختلفة متوازية أحياناً ومقاطعة أحياناً أخرى لإكتشاف أي خطر وتلمسه مع بدايات حدوثه، وبالتالي معالجته معالجة فعالة تشترك فيها المستويات المختلفة في المنشأة.

- وتهيئة البيئة المناسبة، تعني وجود أهداف وسياسات وإستراتيجيات وإجراءات واضحة مكتوبة معروفة من قبل العاملين، بالإضافة إلى تعليمات ونماذج ونظم كافية لقياس وتسجيل المخاطر ومراقبتها وكذلك السيطرة عليها، كما أن تحضير البيئة المناسبة يتضمن أيضاً:

✓ توفر معايير واضحة خاصة بالمشاركة بالنسبة للعمليات المختلفة.

✓ وجود نظام مسبق دقيق لرصد إحتتمالات التعرض للمخاطر، بل وجود أنظمة متعددة لقياس المخاطر المختلفة والتحكم بها.

✓ معايير واضحة لتصنيف ومراجعة مستمرة لهذه المخاطر.

✓ وجود نظام لتقارير متعددة دورية نمطية، وتقارير خاصة في حالات معينة، وتشمل هذه التقارير المخاطر المختلفة المحتملة.

✓ وجود وسائل مراقبة داخلية مناسبة وكافية.

✓ نشر ثقافة إدارة المخاطر لدى كافة العاملين، ووجود نظام حوافز ومحاسبة مدروس وجيد، ولا بد من التأكيد أن للعاملين في المستويات المختلفة دور رئيس وهام جداً في مدى المخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة، ومدى إمكانية السيطرة عليها وإدارتها إدارة سليمة.

✓ والرقابة الفعالة أداة أساسية لإدارة المخاطر وتتخذ عادة ثلاثة وسائل أو ثلاثة أشكال رئيسية:

أ- الرقابة الداخلية أو الضبط: بمعنى الوسائل المعتمدة داخل المنشأة لملاحظة المخاطر قبل وبعد العمليات المختلفة.

ب- المراجعة الداخلية: أو الفحص الداخلي النظامي للعمليات المختلفة للتأكد من إنطباقها على الإجراءات والتعليمات والسياسات الموضوعية، وإبلاغ الإدارة العليا المختصة بنتائج تدقيقها.

ج- المراجعة الخارجية: وهي التي تقوم جهة خارجية بها لتقييم أداء المنشأة وإنطباقه مع القوائم والضوابط المعتمدة.

وهكذا فإن الإدارة الفعالة للمخاطر وجدت لتقوم بثلاثة وظائف متماسكة مع بعضها:

أ - وظيفة وقائية: الوقاية من المخاطر المتوقعة أو التي يمكن توقعها قبل حدوثها.
ب - وظيفة إكتشافية: لكشف المشاكل حال حدوثها والتعرف على النتائج غير المرغوب بها، ودراسة مدى تأثيرها.

ج - وظيفة تصحيحية: لتدارك آثار المخاطر المكتشفة وتلافيها والعمل على عدم تكرارها¹.

رابعاً- دور وأهداف إدارة المخاطر: إن معرفة المخاطر التي تواجه المشروع الإستثماري وتقويمه وإدارته بطريقة علمية صحيحة يسمح بتنفيذ إستراتيجية المشروع بنجاح، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال الدور الأساسي والهام الذي تلعبه إدارة المخاطر.

1 - دور إدارة المخاطر: يمكن تلخيص الدور الذي تلعبه إدارة المخاطر فيما يلي:

أ- أداة لتنفيذ الإستراتيجية: بشكل عام تزود إدارة المخاطر بنظرة أفضل للمستقبل وبالقدرة على تحديد سياسة الأعمال وفقاً لذلك، وبدون إدارة المخاطر لا يكون بالإمكان رؤية النتائج المحتملة، ولن يكون من المستطاع أيضاً السيطرة على عدم التأكد الذي يحيط بالمكاسب المتوقعة.

ب- تحقيق الميزة التنافسية: هناك دور آخر أساسي لإدارة المخاطر إذ أن قياس المخاطر يتولد عنه معرفة التكاليف المستقبلية التي على المؤسسة القيام بتقديرها فتجاهل مخاطر اليوم أشبه بتجاهل الخسائر المستقبلية والإمتناع عن إتخاذ إجراءات تصويبية اليوم لتفاديها غداً ينتج عنه خسائر مستقبلية، فالتحكم في المخاطر يعتبر عاملاً رئيسياً في تحقيق الربحية والميزة التنافسية.

ج- إتخاذ القرار: يمكن النظر لإدارة المخاطر على أنها عامل نجاح حاسم، إذا كانت متطورة للدرجة التي تحدث معها تأثيرات على إتخاذ القرار، وإلا فإن أي قرار يمكن أن يولد جدلاً عقيماً، وإدارة المخاطر تسهل بالفعل إتخاذ القرارات لأنها تلقي الضوء على المخاطر، وتجدر الإشارة إلى نقطة مهمة وأساسية وهي أن إدارة المخاطر ليس القصد منها أن تكون نموذجاً لعملية إتخاذ القرارات بأسرها بل القصد منها أن تساعد في هذه العملية.

2- أهداف إدارة المخاطر: وتتمثل في الأهداف الأساسية والثانوية التالية:

أ- أهداف أساسية: من خلال الدور الهام والأساسي الذي تلعبه إدارة المخاطر في التقليل والحد من حجم المخاطرة، والعمل على تنفيذ الإستراتيجية المخطط لها، يتبين لنا الهدف الذي تسعى لتحقيقه إدارة المخاطر، وهو تقليل الآثار السلبية للمخاطر إلى الحد الأدنى وبأقل تكلفة ممكنة من خلال التعرف عليها وقياسها والسيطرة عليها.

ب- أهداف أخرى: بالإضافة إلى البقاء الذي يعتبر الهدف الأول لإدارة المخاطر هناك عدد من الأهداف الأخرى، تتمثل فيما يلي:

✓ الإقتصاد: هو أول الأهداف الفرعية أو الثانوية لإدارة المخاطر، وهنا يكون الهدف هو خفض تكلفة التعامل مع المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن.

¹ محمد سهيل الدروي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ملخص محاضرات لمقرر دبلوم علوم المصارف الإسلامية، 2007م، متاح على الرابط:

www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/91806.ppt، تاريخ التحميل: 2009/11/06، ص ص 4-5

- ✓ تقليل الفلق: يقصد بهدف تقليل التوتر، والذي يشار إليه بأنه: راحة البال التي تأتي من معرفة أن تدابير مناسبة قد تم إتخاذها للتصدي للظروف المعاكسة .
- ✓ المسؤولية الإجتماعية: وهي أن المسؤولية الإجتماعية هدف سابق للخسارة فمثلاً: عندما يعلن عن تعثر أو إخفاق إصدار لصكوك إسلامية ما فحامله سوف يتضرر ، لكن عند تواجد إدارة المخاطر التي تحمي الإستراتيجية المعتمدة من جهة الإصدار ، فإن ذلك يحميها من تكبد خسائر فادحة كالتعثر الذي يؤثر سلباً على حملة الصكوك وجهة الإصدار¹.

خامساً- العناصر الرئيسية في إدارة المخاطر: إن إدارة المخاطر لكل مؤسسة مالية يجب أن تشمل على العناصر الرئيسية التالية:

- 1- **رقابة فعلية من قبل مجلس الإدارة العليا:** تتطلب إدارة المخاطر إشراف فعلي من قبل مجلس الإدارة والإدارة العليا، ويجب على مجلس الإدارة اعتماد أهداف وإستراتيجيات وسياسات وإجراءات تتناسب مع الوضع المالي للمؤسسة، وطبيعة المخاطر التي تواجهها.
- 2- **كفاية السياسات والحدود:** على مجلس الإدارة والإدارة العليا العمل على ضرورة أن تتناسب سياسة إدارة المخاطر مع المخاطر التي تنشأ في المؤسسة، كذلك ضرورة إتباع إجراءات سليمة لتنفيذ كافة عناصر إدارة المخاطر بما في ذلك تحديد المخاطر، وقياسها، وتخفيضها، ومراقبتها والإبلاغ عنها والتحكم فيها.
- 3- **كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات:** إن الرقابة الفعالة لمخاطر المؤسسة تستوجب معرفة وقياس كافة المخاطر ذات التأثير المادي الكبير وبالتالي فإن رقابة المخاطر تستلزم ضرورة توفر نظام معلوماتي قادر على تزويد الإدارة العليا ومجلس الإدارة بالتقارير اللازمة وفي الوقت المناسب حول أوضاع المؤسسة المالية، أدائه... وغيرها من المعلومات المتصلة بنشاط المؤسسة.
- 4- **كفاية أنظمة الضبط:** إن لأنظمة الضبط في المؤسسة المالية دور حاسم في ضمان حسن سير أعماله على وجه العموم وفي إدارة المخاطر على وجه الخصوص، إذ تعمل أنظمة الضبط- على توفير تقارير مالية مهمة ذات مصداقية عالية تساعد على الإلتزام بالأنظمة والقوانين، مما يساهم في حماية موجودات المؤسسة، ونظراً لأهمية الضبط في نشاط المؤسسات المالية يجب إعطاء أهمية كبيرة لتقارير مدقق الحسابات الداخلي والخارجي².

وقبل الإنتقال إلى المطلب الثاني من هذا المبحث لا بد من ذكر بعض الملاحظات الهامة حول إدارة المخاطر في

المؤسسات المالية الإسلامية:

- يجب أن لا تشكل إدارة المخاطر عائقاً أمام المؤسسات المالية الإسلامية للعمل وتنفيذ أهدافها، وليس الهدف من إدارة المخاطر القضاء على المخاطر، فهذا غير ممكن وغير مطلوب، وإنما العناية بتحسين أداء المؤسسات المالية الإسلامية والحد من آثار هذه المخاطر وضبطها، والكشف المبكر أداة رئيسية لإدارة المخاطر والسيطرة عليها.
- إن قاعدتي الخراج بالضمان والغرم تفترض في طبيعة المعاملات المالية الإسلامية وجود مخاطر وإلا فلا معنى ولا مسوغ للربح بدون مخاطر، والعناصر المهمة لفهم إدارة المخاطر فهم المفاضلة بين المخاطر والعائد،

¹ نقلا عن: جداني ميمي، جداني سامية، دور الحوكمة في إدارة المخاطر في المصارف، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الثالث حول: " إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 25-26 نوفمبر 2008م، صص 10-11. بتصرف

² جداني ميمي، جداني سامية، المرجع السابق، ص 10

- فالمبدأ أن العائد المتوقع يفترض أن يزداد مع زيادة المخاطر، وطالما أن الهدف من المؤسسات المصدرة للصكوك هو زيادة صافي العائد على الصكوك، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي من الوظائف المهمة لهذه المؤسسات. فإدارة المخاطر لا بد أن تعنى بتعظيم العائد كوظيفة أساسية وتقليل المخاطر والتخفيف منها ومن آثارها، وهذه المعادلة الصعبة تكمن بين طياتها ومن خلال النجاح بحلها يعني نجاح المشروع الإستثماري القائم على الصكوك الإسلامية بكامله.
- أن لا تزيد تكلفة درء المخاطر عن قيمتها : وهذه ملاحظة هامة أيضاً فليس من المنطق أن تتكلف المؤسسة المالية الإسلامية مبلغاً أكبر من الخسارة الناجمة عن الخطر حال حدوثه، لدرء احتمال حدوثه.
- لا بد لنا من التفريق بين قياس المخاطر بمعنى كشفها وقياس شدتها ومدى تأثيرها وحجم التعرض لها، وبين إدارتها بمعنى محاولة التخفيف من آثارها وكبحها والسيطرة عليها، ولا بد أيضاً من الفصل بين واجبات قياس المخاطر ومراقبتها وبين واجبات السيطرة عليها.
- يتضمن مفهوم إدارة المخاطر الوقاية من المخاطر المحتملة من جهة والإكتشاف المبكر للمشاكل حال وقوعها والعمل على تصحيحها، وهي عملية مستمرة شاملة يشترك الموظفون على جميع المستويات فيها¹.

المطلب الثاني: إدارة المخاطر، الخلفية والتطور

خلال النصف الثاني من القرن العشرين، نهض الإقتصاديون وبشكل كبير بمستوى فهم للمخاطر وطوروا نظريات تختص بإدارة المخاطر إنطوت على أفضل الشروط لإستخدام التأمين أو التنويع أو التحوط لمواجهة المخاطر، والمدارس التالية تبين التطور التاريخي لإدارة المخاطر.

أولاً- مدرسة تخطيط الربح:

بدأ الإهتمام بإدارة الأصول والخصوم في المؤسسات المالية منذ منتصف القرن التاسع عشر الميلادي في البنوك بالتحديد، وتطورت أساليبه مع مرور الزمن، وكان محور إدارة المصارف في تلك الفترة هو التخطيط لتحقيق أرباح لملاك المصارف، من هنا نشأت مدرسة أطلق عليها مدرسة تخطيط الربح.

ركزت هذه المدرسة جل إهتمامها إلى قياس حساسية سعر الفائدة، ومما ساعدها في القيام بهذا الدور العديد من البرامج التي وضعتها إدارة المصارف بشأن توقعاتها المختلفة لهامش الفائدة الصافي، غير أنه إتضح وبعد مرور حقبة من الزمن أن هذه البرامج لم تحرر المصارف من المخاطر بشكل كاف، على الرغم من الإستخدام المكثف لها بسبب حاجة هذه البرامج إلى تحديث المعلومات حول إعادة التسعير، التي لم تكن كافية لإتخاذ القرار المناسب.

ونظراً لإخفاق مدرسة تخطيط الربح في الوصول إلى الأهداف المرجوة، فقد برز إتجاه جديد لمعالجة أوجه القصور في هذه المدرسة، والتعرف على مواطن الضعف فيها، من خلال مدرسة جديدة، أطلق عليها مدرسة إدارة المخاطر.

ثانياً- مدرسة إدارة المخاطر:

نشأت مدرسة إدارة المخاطر في ظل إخفاق مدرسة تخطيط الربح في الوصول إلى الأهداف المرجوة منها كما أسلفنا، وقد وجهت المدرسة الجديدة إنتقاداً جديداً إلى مدرسة تخطيط الربح يتعلق بقصر الفترة، حيث أن السنة الواحدة لا تكفي في نظر المشرفين والمراقبين لعمل التقييم المطلوب، أو إعداد الدراسات المناسبة.

¹ محمد سهيل الدروي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 10-11

ظهر الإهتمام الفعلي بدراسة المخاطر في بداية الستينيات من القرن العشرين، حيث بدأ المهتمون بشؤون الإستثمار جهودهم الفعلية في هذا الشأن، وقد دفع تلك الجهود النظرية التي قدمها في عام 1959م هاري ماركويتز Markowitz بشأن محفظة الأوراق المالية، وتميزت مدرسة إدارة المخاطر على مدرسة تخطيط الريح في نقطتين أساسيتين هما:

أ - طبيعة المنطلقات والمتغيرات مجال البحث، بدلاً من التأكيد على كيفية أداء المؤسسة المالية في ظل ظروف تغير الأسعار السائدة، توجهت هذه المدرسة إلى قياس أدائها، مقارنة بالمؤسسات المنافسة لها.

ب - تغير الأساليب المستخدمة، فقد إزدادت التعقيدات الرياضية بهدف القدرة على قياس المخاطر، كما تبلورت توجهات نحو توحيد أساليب التعرض للمخاطر، وكذلك نمو الطرق الموحدة التي تسمح بإجراء المقارنات بين المؤسسات.

1 نموذج ماركويتز Markowitz (1959م): يرتبط نموذج ماركويتز بفكرة تنويع الإستثمار في الأوراق المالية، بغرض تعظيم العائد المتوقع وتخفيض مخاطرها، ويأتي العائد المتوقع الكبير عند الدخول في المزيد من المخاطر. وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين في إيجاد التوليفة المثلى من المخاطرة والعائد، كما أن هذا النموذج يميز بوضوح بين المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنويع ويتحملها المستثمر، والمخاطر غير نظامية التي يمكن تجنبها بالتنويع.

وتقوم نظرية ماركويتز بشأن محفظة الأوراق المالية على خمسة فروض أساسية، هي كالآتي:

أ - إن المستثمر ينظر لكل بديل إستثماري من منظور التوزيع الإحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الإستثمار عبر الزمن.

ب يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة Expected utility لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة له يعكس تناقص في المنفعة الحدية للثروة.

ج ينظر المستثمر إلى المخاطر على أساس كونها التقلب في العائد المتوقع.

د - إن القرار يقوم فقط على متغيرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة.

هـ - إن المستثمر يبغض المخاطر، بمعنى أنه إن كان عليه المفاضلة بين بديلين إستثماريين يتولد عنهما العائد نفسه، فسوف يختار أقلها مخاطرة.

أدخل ماركويتز Markowitz تعديلاً على نظرية المحفظة فيما بعد، بشأن إسقاط فرض الإقتصار على

الإستثمار في أصول ذات المخاطر، وكذا إسقاط فرض إعتداد المستثمر على موارده الذاتية في تمويل محفظة الأوراق المالية.

وبالرغم من ذلك التعديل فلم تسلم النظرية من النقد، فقد وجهت إنتقادات لنظرية الحد الكفاء في المحفظة، في

أنها أغفلت إمكانية الإقراض والإقتراض، كما تواجه هذه النظرية مشكلات عملية في حالة إشمال المحفظة

الإستثمارية على أصول كثيرة، كان سبباً في وضع الأساس لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، كما أن حتمية قيام

المستثمر بتوزيع محفظة الأوراق المالية للتخلص من المخاطر غير النظامية يصبح أمراً لا قيمة له من وجهة نظر

المستثمر، ومن ثم لا يصبح للقرار أي تأثير على القيمة السوقية للمنشأة.

2 - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: في عام 1964م طور Sharpe هذا النموذج وتناول فيه مفهومي

"المخاطر العامة" و"المخاطر الخاصة"، ويعتبر هذا النموذج إمتداداً لنظرية المحفظة التي قدمها ماركويتز ويقضي

بأن العائد المتوقع الذي يحصل عليه المستثمرون هو لتعويضهم فقط على المخاطر النظامية أو العامة التي

يصعب التخلص منها بالتنوع أما المخاطر الخاصة (غير النظامية)، فإنها تنشأ عن خطأ المستثمر الذي يحاول التخلص من المخاطر بتوزيع محفظة أوراقه المالية، ومن ثم لا مجال لتعويضه عنها، ويؤخذ على هذا النموذج إيمانه على مؤشر واحد لتفسير المخاطر الكامنة في الأصول. وتقوم هذه النظرية على ثلاث فروض هي كالتالي:

أ - يتميز سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة، فلا توجد تكلفة للمعاملات، أو ضرائب، أو تكلفة للإفلاس، كما لا توجد قيود على البيع.

ب - إن المستثمر يسعى دائماً لتعظيم ثروته.

ج - إن عائد الورقة المالية هو محصلة تأثير عدد من العوامل

ويضيف هارينجتون (1987م) والتون وجريير (1991م) ثلاثة فروض أخرى هي:

أ - للمستثمرين توقعات متجانسة بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.

ب - لا توجد مخاطر محيطة بفرص المراجعة المربحة.

ج - يمكن للمقترضين والمقرضين الإقراض والإقتراض بمعدل يساوي العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر.

3- نظرية تسعير المراجعة: قدم هذه النظرية ستيفن روس بين عامي 1976م و 1977م، وهي نظرية للتوازن تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد، وطبقاً لنظرية المراجعة، فإن الأوراق المالية التي تتعرض للمخاطر بالتساوي لذات العوامل أي لذات المخاطر تحقق نفس العائد، وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد، وإذا لم يحدث هذا تبدأ عملية المراجعة.

تحدث المراجعة حينما يتوقع أن يقوم المراجحون بالإندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع، وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض، ونتيجة لذلك يرتفع سعر الأولى وينخفض بالتالي العائد المتوقع الذي يتولد عنها، كما ينخفض سعر الورقة الثانية، ويرتفع بالتالي العائد المتولد عنها، ويستمر المراجحون على هذا النحو، إلى أن يتساوى عائد الورقتين، أي إلى أن تختفي أرباح المراجعة، ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية، ومع أن هذه النظرية قد وجدت قبولاً على نطاق واسع، إلا أنه لا يتوفر إجماع على العوامل التي تؤثر في مخاطرة كل أصل وفي الطريقة التي تقدر بها هذه المخاطرة.

ثالثاً- معايير لجنة بازل الدولية:

بدأ الباحثون في إدارة المخاطر خلال الفترة 1974-1980م التفكير في إيجاد صيغة عالمية لكفاية رأس المال في ضوء الإنهيارات التي حدثت لبعض البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا.

وقد أظهر هذا الإنهيار مخاطر جديدة لم تكن معروفة في السابق مثل مخاطر التسوية Settelement ومخاطر الإحلال Replacement، وعمق من المخاطر الائتمانية، وفي ضوء تلك الإنهيارات، وبروز ذلك النوع من المخاطر تم إغلاق العديد من المصارف في تلك الدول، وتم التدخل من قبل السلطات الرقابية المالية لإنقاذ العديد من البنوك.

في ظل هذا المناخ تأسست لجنة بازل في عام 1974م¹، وتعد من اللجان الدولية التي تضع معايير للرقابة المصرفية، وهي من أوائل من إهتم بمراقبة المخاطر وطرق قياسها.

وفي عام 1988م، أقرت لجنة بازل معيارها الموحد بشأن متطلبات كفاية رأس المال، والذي عرف بإسم "تفاقية بازل لعام 1988م"، وقد استهدفت هذه الإتفاقية وضع معايير دولية موحدة للرقابة الحذرة على متطلبات كفاية رأس المال الواجب

¹ فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 2-4

توافرها بالبنوك لمواجهة مخاطر الائتمان، وجاءت بفكرة فن التعامل معها وليس تجنبها وجعلت القيود على رأس المال جيدة، بهدف حماية المودعين والمساهمين، وأدخلت مفهوم-أوزان المخاطر للأصول، وقسمت رأس المال إلى طبقتين (شريحتين) طبقة أولى وطبقة ثانية وفرقت بينهما، وقامت بتأسيس معيار الحد الأدنى لرأس المال أو كفاية رأس المال أو الملاءة المصرفية، وبالتالي أصبح من المتعارف عليه أن تقييم ملاءة المصارف يرتبط بمدى إستيفائها للحد الأدنى للمعيار المذكور. وفي عام 1992م، بدأ العمل بالإتفاقية داخل مجموعة الدول العشر العظمى، بإستثناء اليابان التي منحت فترة إنتقالية أطول، حيث قسمت الدول إلى دول ذات مخاطر منخفضة وهي الدول المشاركة في لجنة بازل، ودول ذات مخاطر مرتفعة وهي أغلب دول العالم.

وقد كان من المخطط في البداية أن يتم تطبيق إتفاقية بازل 1988م، على البنوك ذات النشاط الدولي في الدول الأعضاء، إلا أنه بحلول عام 1999م إتسع نطاقها فأصبحت تشكل ركناً أساسياً في النظم الرقابية على البنوك المحلية في أكثر من مائة دولة.

ولم يقتصر الهدف من هذه الإتفاقية على دعم النظام المصرفي العالمي فحسب، بل إنها سعت أيضاً إلى تحقيق التقارب بين معايير كفاية رأس المال المطبقة في الدول المختلفة، وإزالة الفوارق في القدرة التنافسية بين البنوك الناتجة عن إختلاف هذا المعيار، وكذا العمل على تقوية وإستقرار النظام المصرفي الدولي.

وفي أبريل 1995م، أصدرت لجنة بازل للإشراف المصرفي مجموعة من الإقتراحات الإشرافية لتطبيق معايير رأس المال بإدخال مخاطر السوق التي تتحملها البنوك، إنطلاقاً من كون المخاطر التي تتعرض لها البنوك لا تقتصر على المخاطر الائتمانية فقط، وإنما تتعرض للعديد من المخاطر الأخرى، مما أدى إلى ضرورة إضافة شريحة ثالثة لرأس المال تتمثل في القروض المساندة لأجل سنتين وفقاً لمحددات معينة بالإضافة إلى الشريحتين المعمول بهما من قبل هذه التعديلات وهي حقوق المساهمين وعناصر أخرى منها القروض المساندة بشروط معينة والقروض سواء في الشريحة الثانية أو الثالثة، نعني هنا سندات يطرحها البنك في إكتتاب عام بعائد أعلى من سعر السوق نظراً لإحتمال تعرض حائزيها للخسائر التي قد يحققها البنك، أي تقترب في طبيعتها في حالة الخسائر إلى حقوق المساهمين بالبنك، بالإضافة إلى إقتراحات أخرى.

ورغم أهمية هذا المعيار فقد وجهت إليه الكثير من الإنتقادات من قبل العديد من المصارف ذات الإنتشار الدولي والسلطات الرقابية والجهات المعنية منها على سبيل المثال لا الحصر: إمكانية أن تدفع الإتفاقية البنوك إلى التقييم العشوائي لبعض المخاطر الائتمانية، بالإضافة إلى بعض الأزمات المالية التي ظهرت في الدول النامية في أواخر التسعينات من القرن الماضي، ومن أهمها أزمة جنوب شرق آسيا.

وقد إستجابت لجنة بازل لهذه الإنتقادات بالعمل على صياغة إطار جديد لمعيار كفاية رأس المال، يتسق مع التطورات المصرفية والمالية المتلاحقة، ومن ثم تقدمت اللجنة في 1999م، بالمقترح الجديد الذي عرف بإسم (إتفاقية بازل 2)، لتحل محل إتفاقية بازل 1 لعام 1988م، حيث مرت بازل 2 بالعديد من المراحل قبل دخولها حيز التطبيق يمكن ذكرها في النقاط التالية:

✓ 1999م: أول إقتراح لإنشاء إتفاقية بازل الجديدة (بازل 2)، وإصدار أول وثيقة إستشارية.

✓ 2001م: إصدار ثاني وثيقة إستشارية وإجراء العديد من الدراسات.

✓ 2003م: إصدار ثالث وثيقة إستشارية.

✓ 2004م: المصادقة على المعايير الجديدة لإتفاقية بازل.

✓ 2005م: بداية الفترة الإنتقالية من بازل 1 إلى بازل 2، والتي قدرت بسنة، حساب نسبة كوك ونسبة ماك د ورؤك في نفس الوقت.

✓ نهاية 2006م: بداية العمل وفق مقررات بازل 2.

وبالتالي نلاحظ قيام لجنة بازل خلال الفترة 1999م إلى غاية 2004م، بإصدار العديد من التوصيات (وثائق إستشارية)، ومن ثم إصدار الوثيقة في صورتها النهائية في 2004م ليطلق عليها مقررات بازل 2، وقد أعطت للبنوك والمؤسسات المالية فترة توفيق أوضاع حتى نهاية عام 2006م، ليتم بدء العمل بها إعتباراً من بداية 2007م، ومن أهم الأسباب في هذا التغيير يرجع إلى توافر أدوات للسيطرة على المخاطر الإئتمانية مثل التوريق، تحسن الأساليب المتبعة من قبل البنوك لقياس وإدارة المخاطر، وكذا التفرقة ما بين الدول على أساس كونها OCDE أو non OCDE¹.

1- معايير لجنة بازل والمؤسسات المالية الإسلامية: لم تكن المؤسسات المالية الإسلامية بمنأى عن التطورات المصرفية العالمية فهي تعمل جنباً إلى جنب مع المؤسسات المالية التقليدية في بيئة مشتركة، لذلك لا بد لها أن تتفاعل مع تلك المعايير، حيث أن لجنة بازل لم تأخذ في الإعتبار طبيعة المؤسسات المالية الإسلامية، فقد أصدرت مقرراتها بما يتناسب مع طبيعة عمل البنوك التقليدية²، ومع ذلك فلا بد على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تلتزم بالمتطلبات الدولية لمعايير لجنة بازل 2، مثل نسبة 8% لكفاية رأس المال (تقوم فكرة رأس المال التي أقرتها لجنة بازل على إحتساب رأس المال كنسبة أو معدل من عدد من أصول المصرف مصنفة حسب درجة المخاطر)، وأيضاً وجود رقابة على المخاطر حتى تتمكن من الدخول للأسواق المالية العالمية، كما أنه لا توجد صعوبة على المؤسسات المالية العربية والإسلامية لأن رأسمالها يعتبر الأعلى في العالم، حيث تجاوز متوسط معدل رأس المال إلى الموجودات لديها النسبة المقترحة لكفاية رأس المال³.

لذلك إتجه القائمون على السلطات الرقابية التي تعمل في ظلها المؤسسات المالية الإسلامية إلى إنتقاء معايير من معايير لجنة بازل الدولية تصلح للتطبيق العملي من قبل المؤسسات المالية الإسلامية وتكوين أجهزة ومؤسسات إسلامية تضع معايير تناسب المؤسسات المالية الإسلامية وفي الوقت نفسه تحظى بالقبول والموافقة من قبل واضعي المعايير الرقابية العالمية، ومن تلك المؤسسات التي أوكل لها وضع المعايير الرقابية هما: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية⁴.

أ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: تعتبر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI*) من الهيئات المالية التي تعنى بشؤون العمل المصرفي الإسلامي من كل الجوانب، تأسست في مارس سنة 1991م مقرها البحرين، وتتكون من أكثر من 100 عضو، دأبت الهيئة على تلبية إحتياجات المؤسسات المالية الإسلامية من خلال إصدار أكثر من 86 معياراً في مجال الصيرفة الإسلامية، إضافة إلى تقديم إستشارات فنية في نفس المجال لمختلف المؤسسات المالية، منها ما يتعلق بإنشاء

¹ عبد الله بلوناس ونسيمة حاج موسى، دور معيار كفاية رأس المال في إدارة المخاطر المصرفية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: "إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات

الواقع والأفاق"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، يومي 25-26 نوفمبر 2008م، ص 6-12

² فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 6

³ عادل بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 151

⁴ فضل عبد الكريم محمد، المرجع السابق، ص 6

مؤسسات مالية إسلامية، كما تساهم الهيئة من خلال الدورات التدريبية المختلفة التي تصدرها، وأيضاً تقوم الهيئة بوضع معايير المحاسبة والمراجعة وبعض ضوابط أخلاقيات الصيرفة الإسلامية¹.

من بين هذه المعايير بيان عن الغرض من نسبة كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية وكيفية حسابها عام 1999م ضمن معيار (بازل 1) وقد قدمت منهجية لذلك، كما أصدرت الهيئة مجموعة معايير محاسبية للأجهزة والأدوات المالية الإسلامية وأوضحت في ذلك العمليات الإحتياطية ومتطلبات العرض والإفصاح في القوائم المالية، وبالإضافة إلى تلك المعايير المحاسبية أصدرت أيضاً معايير شرعية والتي وصل عددها إلى غاية اليوم 41 معياراً شرعياً، وجاء في معيارها الشرعي رقم سبعة عشر (17) المتعلق بصكوك الإستثمار، الذي يبين عند طرحه للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، جواز إعتداد طريقة مشروعة للتحوط من مخاطر هذه الأداة وإقتراح بعض الأدوات والطرق لإدارة مخاطرها².

كما أصدرت الهيئة معايير لمراجعة وتوجيه المؤسسات المالية الإسلامية، وقد إكتسبت هذه المعايير بالتدريج قبولاً واسعاً، حيث أصبحت معايير الهيئة إما إلزامية كما في بعض الدول الإسلامية (كإيران والسودان والبحرين) أو أنها تستخدم على الأقل كأداة إرشادية من قبل الأجهزة الرقابية حالة مؤسسة النقد العربي السعودي، وإلى جانب إصدار تلك المعايير والتشجيع المستمر على تطبيقها تستمر الهيئة في عقد مؤتمرات في مواضيع إشرافية وشرعية، وأن نتائج هذه المؤتمرات يعتمد عليها كأساس لتطوير المنتجات وصنع القرارات.

ب مجلس الخدمات المالية الإسلامية: تم تأسيس هيئة الخدمات المالية الإسلامية (IFSB*) في كوالالمبور بماليزيا في نوفمبر عام 2002م من خلال إتفاق 12 بنك مركزي من الدول الإسلامية مع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والبنك الدولي وصندوق النقد الدولي والبنك الإسلامي للتنمية، بهدف تشجيع قيام وتطوير خدمات مالية إسلامية تتميز بالشفافية من خلال إدخال وتعديل معايير دولية قائمة (معايير لجنة بازل الأولى والثانية) أو جديدة تتسجم مع المبادئ التي تعمل بها المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك بتطوير الأدوات المالية والإجراءات اللازمة لتحديد وقياس ومعالجة المخاطر المصاحبة للعمل المالي الإسلامي وأدواته على إختلاف أنواعه، كما تقوم بإكمال جهود الهيئات الأخرى التي تدعم الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية مثل صندوق النقد الدولي بمساعدة في تقوية وإنسجام المعايير المحاسبية وتقديم المساعدة الفنية من خلال نشر المعايير والممارسات الجيدة للعمل الإشرافي لقطاعها المالي والنشاطات الأخرى المتعلقة، وقد أصدر المجلس منذ تأسيسه وحتى جانفي 2009م عدداً من المعايير منها³:

- في ديسمبر 2005م، تم إصدار معيار كفاية رأس المال للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية. ومن بين أهم ما جاء فيه بيان متطلبات الحد الأدنى لرأس المال لتغطية مخاطر الإئتمان ومخاطر السوق الناشئة عن تملك مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية للصكوك الإسلامية والمحتفظ بها في شكل إستثمارات في السجل المصرفي، ولا ينطبق هذا القسم من المعيار الثاني على الصكوك المشمولة في سجل التداول التي تكون عرضة لمخاطر السوق أكثر من مخاطر الإئتمان.

¹ عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 152

² للمزيد من التفاصيل أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، المجلد رقم (17) صكوك الإستثمار، مرجع سابق، ص 235-251

* IFSB : Islamic Financial Services Board.

³ عادل أحمد بوقري، المرجع السابق، ص 152

- كما أنه بين مبادئ متطلبات الحد الأدنى لكفاية رأس المال فيما يتعلق بمخاطر السوق لمراكز الإستثمارات بما يشمل الصكوك التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض التداول.

وفي هذا الصدد وفي ضوء التطورات التي تشهدها هذه الصناعة، تسلم مجلس الخدمات المالية الإسلامية تعليقات من أرباب صناعة الصكوك وذلك فيما يتعلق بمسائل رأس المال غير المشمولة في المعيار الثاني لمجلس الخدمات المالية الإسلامية، وخاصة تلك التي تتعلق بأنواع الصكوك غير المشمولة في المعيار الثاني، وبمنشئها ومصدرها، وعليه فقد قرر مجلس الخدمات المالية الإسلامية في جانفي 2009م، إصدار معيار يبين متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والإستثمارات العقارية، ويطبق هذا المعيار فقط على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية سواء أكانت منشأة أم مصدر، بما في ذلك مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية التي تستثمر في الصكوك التي أنشأتها، وقد تضمن هذه المعيار الشروط التي يجب إستيفائها لكي يتم إلغاء مخاطر التصكيك أو الحد منها إلى أدنى ما يمكن، وكذا معالجة تعرض رأس المال للمخاطر عندما يحدث ذلك وهذا بالطبع في المؤسسة المالية الإسلامية¹.

كما أصدر المجلس قبل ذلك في مجال إدارة المخاطر المتعلقة بالمؤسسات المالية الإسلامية معياراً في ديسمبر 2005م، يتضمن مبادئ إرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، والذي نص على خمسة عشرة مبدأً إرشادياً لإدارة مخاطر المؤسسات (عدا مؤسسات التأمين)، ومن بين أهم المعايير في إدارة المخاطر، معيار الشفافية للمؤسسات الإسلامية².

المطلب الثالث: المبادئ والقواعد العامة لإدارة المخاطر

نظراً لأهمية إدارة المخاطر قامت لجنة الخدمات المالية المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تضم في عضويتها 125 مصرفاً ومؤسسة مالية بتشكيل لجنة فرعية تحت إسم "لجنة قواعد إدارة المخاطر" والتي كلفت بوضع دليل للقواعد العامة لإدارة المخاطر في المؤسسات المالية.

أولاً- مسؤولية مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية:

تقع مسؤولية وضع سياسات إدارة المخاطر والمستوى المقبول منها على مستوى المنشأة ككل من قبل مجلس الإدارة، والذي يعتبر المسؤول أمام المساهمين والمالكين عن أعمال المنشأة، وهو ما يوجب عليه فهم المخاطر التي يواجهها المشروع، ووضع كل من الأهداف الكلية والسياسات والحد المقبول من المخاطر والإستراتيجيات الخاصة بإدارة المخاطر، إضافة لذلك يجب عليه التأكد من أن الإدارة التنفيذية قد إتخذت الإجراءات اللازمة لتحديد هذه المخاطر وقياسها ومراقبتها والسيطرة عليها.

يهدف هذا المبدأ إلى التأكد من أن عملية قبول المخاطر والسياسات الموضوعية تتماشى مع توقعات المساهمين والمالكين، ومع الخطط الإستراتيجية للمنشأة، هذا بالإضافة إلى الإلتزام بالمتطلبات التنظيمية والقانونية، ووجود فهم واضح لثقافة المنشأة لعملية إدارة المخاطر لدى كافة المستويات الإدارية المختلفة.

ويكون لتحديد مستوى المخاطر المقبول على مستوى المؤسسة المالية والجهة المصدرة للأوراق المالية إنعكاسات هامة لتحديد إستراتيجيات المنشأة على التعامل مع المخاطر وفي إنجاح هذه الإستراتيجيات، ولكي تكون فعالة، يجب أن تكون هذه الإستراتيجيات متناسقة مع مستوى المخاطر المقبول من قبل المساهمين والإدارة ومجلس الإدارة، ولكي تكون قابلة

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والإستثمارات العقارية، كوالالمبور، مازانيا، جانفي 2009م

² للمزيد من التفاصيل أنظر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية)، ديسمبر 2005م، مرجع سابق

للتنفيذ، لابد من توصيلها إلى كافة المستويات الإدارية وإعتبارها جزءاً لا يتجزأ من ثقافة المنشأة ككل وعلى مستوى الأنشطة الفرعية، ويتم التعبير عن مستوى المخاطر القابلة للقياس الكمي على شكل سقف أو حدود عليا (ومن الأمثلة على ذلك مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية).

أما المستويات المقبولة للمخاطر النوعية غير القابلة للقياس الكمي فإنه يتم التعبير عنها من خلال قواعد وأسس عامة (ومن الأمثلة على ذلك مخاطر عدم الإلتزام بالمعايير السلوكية والأخلاقية).

ويجب أن تتم مراجعة السياسات ومستوى المخاطر المقبول بالمرونة بحيث تستطيع الإدارة تعديلها بما يتناسب مع التطورات الممكن حدوثها.

ويجب أن تتم مراجعة السياسات والمستوى المقبول من قبل الإدارة بشكل مستمر وإعادة تقييمها على أساس منتظم كلما تبين وجود تغيرات جوهرية في الافتراضات التي بني عليها تحديد هذه السياسات ومستوى المخاطر المقبول على مستوى المنشأة¹.

ونرى أن مسؤوليات إدارة المخاطر تقع بشكل أساسي في حالة عملية إصدار الصكوك الإستثمارية الإسلامية على عاتق جهتين، الجهة الأولى تتمثل في مجلس إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك (مجلس إدارة جهة الإصدار)، والجهة الثانية تتمثل في الشركة ذات الغرض الخاص SPV، بإعتبارها وكيل إصدار عن جهة الإصدار وفي الوقت نفسه وكيلاً عن حملة الصكوك، توكل لها مهمة حماية مصالحهم وحقوقهم مع ضرورة تحقق الإستقلالية المالية والقانونية للشركة ذات الغرض الخاص عن جهة الإصدار، لنتحقق الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين.

والهدف من عملية المراقبة والمراجعة هو التأكد من أن عملية قبول المخاطر والسياسات الموضوعية للتعامل مع المخاطر والسيطرة عليها من قبل جهة الإصدار تتماشى مع أهداف ومصالح حملة الصكوك، بالإضافة إلى ذلك لا بد أن تتخذ الهيئة ذات الغرض الخاص SPV الإجراءات اللازمة لتحديد المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع الإستثماري محل التصكيك وعملية التصكيك برمتها وقياس هذه المخاطر ومراقبتها جنباً إلى جنب مع مجلس إدارة جهة الإصدار، مع مراجعة السياسات والمستوى المقبول من المخاطر الموضوعية من إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك (جهة الإصدار)، بهدف التأكد وطمأنة حملة الصكوك، وهذا في إطار حماية الشركة ذات الغرض الخاص SPV لمصالح وحقوق حملة الصكوك في مواجهة جهة الإصدار.

ثانياً- إطار عملية إدارة المخاطر:

يجب أن يكون لدى المنشأة إطار مرجعي لعملية إدارة المخاطر يتصف بالفاعلية والشمول والإتساق، ويجب على الإدارة أن توفر الموارد البشرية والمالية الكافية لدعم إطار هذه العملية من أجل ضمان فعالية عملية إدارة المخاطر. ويهدف هذا المبدأ إلى التأكد من أن كافة المخاطر قد تم تحديدها وإدارتها بما يتوافق مع توقعات الإدارة العليا، والإبلاغ عنها بما يضمن إتخاذ كافة الإجراءات التصحيحية اللازمة وفي الوقت المناسب.

وفي هذا المجال فإن الإطار العام لإدارة المخاطر يجب أن يساعد على وضع نطاق لتحديد جميع المخاطر التي يجب إدارتها، وخطوات إدارة المخاطر بالإضافة إلى تحديد المسؤوليات والأدوار للأفراد الذين يتولون هذه العملية، ويجب أن يكون هذا الإطار قوياً بما يكفي لمعالجة جميع المخاطر المادية، وأن يتسم بالمرونة الكافية لإستيعاب التغير أو التوسع في الأنشطة التجارية المختلفة وأن يتضمن نظاماً لمراجعة المخاطر بشكل منتظم.

¹ شادي صالح البجيرمي، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر (دراسة ميدانية في المصارف السورية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، غير منشورة، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة

ويجب كذلك أن يضمن إطار إدارة المخاطر أن جميع المخاطر وفي جميع الأنشطة المختلفة قد تم تحديدها فعلاً، حتى وإن كانت غير جوهرية، كما أن سياسات وإجراءات إدارة المخاطر يجب أن تغطي كلا من تحديد المخاطر، تقييم وقياس المخاطر، مراقبتها، الإبلاغ عنها، والرقابة المستمرة عليها، بالإضافة إلى تحديد من هم المسؤولون عن صنع واتخاذ القرارات المتعلقة بها.

وتشمل عملية تقييم المخاطر كافة المستويات الإدارية المختلفة، وذلك لتستطيع الإدارة تحديد المستويات والأنشطة التي تحتوي على مخاطر جوهرية وذات تأثير كبير على أعمال المنشأة لتمكين الإدارة من إتخاذ الإجراءات المناسبة للتخفيف منها في الوقت المناسب وتوفير رقابة أكثر وبشكل مستمر على هذه الأنشطة.

ثالثاً- تكامل عملية إدارة المخاطر: يجب أن لا يتم تقييم المخاطر بصورة منعزلة عن بعضها البعض، وذلك بهدف التمكن من تحديد التداخل بين المخاطر المختلفة وفهمها وإدارتها بشكل جيد وسليم، لذلك فإن التحليل السليم يتطلب تحليلاً وتقييماً للمخاطر بصورة كلية ومتكاملة نظراً لأن هناك تداخلاً بين المخاطر التي تواجهها المنشأة.

ويهدف هذا المبدأ إلى التأكد من أن عملية إدارة المخاطر تتم بشكل مستمر على مستوى المنشأة ككل، بهدف معرفة التداخل والترابط بين المخاطر المختلفة وتحديد الآثار المترتبة عنها لتستطيع الإدارة إتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة لمعالجة هذه المخاطر .

وحيث أن المخاطر تتداخل وتتفاعل فيما بينها، إذ نجد أن بعض المخاطر تؤثر على غيرها، وبعضها يرتبط بمخاطر أخرى، (على سبيل المثال تأثير المخاطر التشغيلية على مخاطر الائتمان ، والترابط بين مخاطر السوق ومخاطر الائتمان)، لذلك تتطلب بعض الأنشطة التجارية وضع منهج متكامل منذ البداية عند إدارة المخاطر لتحديد الترابط والتداخل فيما بين المخاطر الناتجة عنها، وهناك بعض الأنشطة تتميز بخصوصية معينة بحيث تدار مخاطرها بشكل منفصل عن باقي المخاطر .

رابعاً- محاسبة خطوط الأعمال: من المعروف أن أعمال المنشأة تقسم إلى خطوط أعمال والمقصود بذلك الأنشطة المختلفة المشكلة لعمل منشأة ما، وتقع مسؤولية إدارة المخاطر في كل نشاط على عاتق من يتولى إدارته كما هو الحال بالنسبة لمسؤولية المنشأة عن نتائج أعمال نشاطها من أرباح أو خسائر، لذلك وكما يتم محاسبتها عن نتائج هذه الأعمال فإنها محاسبة ومسؤولة عن النتائج السلبية للمخاطر المحيطة بأعمال هذا النشاط.

يهدف هذا المبدأ إلى التأكد من توفر الفهم والإدراك للمديرين المسؤولين عن إتخاذ القرار في الأنشطة المختلفة بالمخاطر المترتبة عن إتخاذ القرارات الخاطئة وتأثيرها على أهداف المنشأة، ويجب أن تقوم الإدارة بمساءلتهم عن الخسائر المرتبطة بتحقيق هذه المخاطر، وأن توفر تدقيقاً مستقلاً وكافياً للرقابة على هذه المخاطر، ومن ناحية أخرى توفير نظام حوافز يساعد الإدارة على تحديد المخاطر في الوقت المناسب، والتشجيع على عدم إخفائها والتستر عليها من قبل أحد العاملين في المنشأة.

لذلك فإن إدارة المخاطر ليست مسؤولية فردية تقع على عاتق الموظف المعني بإدارة المخاطر وإنما هي مسؤولية تكافلية لكافة المستويات الإدارية.

خامساً- تقييم وقياس المخاطر: ينبغي تقييم جميع المخاطر بصورة وصفية وبشكل منتظم ودوري، ويجب أن يتم التقييم والقياس بطريقة كمية كلما كان ذلك عملياً وممكناً، وأن يأخذ تقييم المخاطر بالحسبان تأثير الأحداث المحتملة وغير محتملة الحدوث.

ويهدف هذا المبدأ إلى فهم وإدراك الإدارة لحجم وطبيعة المخاطر التي تتعرض لها، من خلال تحويلها إلى لغة الأعمال والأرقام، مما يسمح لها باتخاذ القرارات الصحيحة وتطبيق الإجراءات المناسبة للتعامل مع المخاطر المختلفة. ليس كل المخاطر يمكن قياسها وتحويلها إلى أرقام بسهولة، فبعض المخاطر يكون خيار القياس الكمي غير متاح، وهنا لا بد من وضع إجراءات نوعية تساعد في تقدير وتقييم مثل هذه المخاطر، وفي كلا الحالتين يجب أن يتم التقييم على أساس منهجيات وأساليب واضحة وسليمة تساعد الإدارة في تحديد الآثار المترتبة عن المخاطر المختلفة وإحتمال وقوعها. كما يجب تزويد مجلس الإدارة بشكل منتظم وفي الوقت المناسب بالطرق المستخدمة في التقييم والقيود المفروضة على هذه الطرق والمنهجيات، والإعترضات التي تقوم عليها أسس تقييم وتقدير المخاطر، والإجراءات المطلوبة إتخاذها ليتم التقييم بشكل سليم.

وعلى المسؤول الذي يتولى إدارة المخاطر أن يكون على معرفة ودراية بما تعنيه المنهجية المستخدمة في إدارة مقياس المخاطر وأثرها المحتمل في عمل المنشأة، والإهتمام اللازم بالمخاطر ذات الأثر الكبير التي يجب إطلاع مجلس الإدارة عليها مباشرة دون تأخير.

سادساً - المراجعة المستقلة: يجب أن يتولى تقييم المخاطر قسم يتوفر فيه الشروط التالية:

- 1 أن يتمتع بالإستقلالية التامة.
- 2 أن يكون لديه السلطات والصلاحيات والخبرات الكافية لتقييم المخاطر.
- 3 القدرة على إختبار فعالية أنشطة إدارة المخاطر.
- 4 رفع التقارير وتقديم التوصيات العلاجية لضمان فعالية عملية إدارة المخاطر.

يهدف هذا المبدأ إلى التأكد من أن الأشخاص الذين يتخذون القرارات المتعلقة بالمخاطر ويقومون بإدارتها نيابة عن المنشأة هم ليسوا وحدهم الذين يقومون بذلك، فهناك قسم مستقل بالقياس والرقابة على المخاطر ويقوم بفعالية عملية إدارة المخاطر.

وأهم مبدأ في القسم المسؤول عن التدقيق أن يتمتع بالإستقلالية التامة التي تسمح له بتوصيل النتائج التي توصل إليها عن عملية إدارة المخاطر ضمن تقارير إلى لجنة التدقيق ومجلس الإدارة.

سابعاً - التخطيط للطوارئ: يجب أن تكون هناك سياسات وعمليات لإدارة المخاطر في حالة الأزمات المحتملة الحدوث والظروف الطارئة، ويجب أن يتم إختبار كفاءة هذه السياسات والعمليات عند الضرورة.

يهدف هذا المبدأ إلى التأكد من إستعداد المنشأة لتحديد ومعالجة الحالات غير العادية في الوقت المناسب وبشكل فعال. على المنشأة مصدر الصكوك في حالة التخطيط للطوارئ أن تجعل خطة الطوارئ تشتمل على كافة أنواع المخاطر التي من الممكن حدوثها، على سبيل المثال، تحديد إستراتيجية التعامل مع القضايا المرفوعة من قبل حملة الصكوك من جهة الإصدار، كيفية الخروج أو التعامل مع الموجودات محل التصكيك في ضوء الأزمات المالية العالمية، هذا بالإضافة إلى ضرورة مراجعة خطة الطوارئ بشكل دوري ومنتظم¹.

¹ شادي البجيرمي، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص ص 31-34

المطلب الرابع: منهج إدارة المخاطر مع التطبيق على الصكوك الإسلامية

يشير مصطلح "إدارة المخاطر" من خلال التعاريف السابقة إلى العملية التي تقوم بها المستويات الإدارية المختلفة في أية منشأة للحد من المخاطر المحيطة بأنشطتها المختلفة، وهذا لا يتم إلا من خلال منهج علمي تستطيع من خلاله هذه المستويات الإدارية من أن تدير هذه المخاطر وهو المقصود من مصطلح "إدارة المخاطر". ولتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال لا بد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة، لذلك يطلق على هذه الخطوات (الإطار العام لإدارة المخاطر).

أولاً- تحديد المخاطر: من أجل القيام بإدارة المخاطر لا بد من تحديدها أولاً، فكل منتج أو خدمة تقدمها المنشأة ينطوي عليها عدة مخاطر، وإن على الجهة التي تقوم بإدارة المخاطر أن تكون على علم بطبيعة المخاطر التي يتعرض لها المشروع الإستثماري محل عملية التصكيك، من خلال تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر إئتمان أو مخاطر سوق من مخاطر سلع وخدمات وسعر صرف وسعر فائدة وتضخم، أو مخاطر تشغيل من مخاطر شرعية وغيرها من المخاطر التي تضمها مخاطر التشغيل، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالإستمرارية، وأن يتم فهم كافة مخاطرها على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط، ونظراً لصعوبة التحديد الدقيق لطبيعة هذه المخاطر، نظراً لإختلاف العمليات والأوضاع يؤدي إلى نشوء مخاطر مختلفة، فبعضها تكون واضحة بينما تبقى الأخرى مجهولة، مما يتطلب تحديد الخطوط العريضة لها، كالتعرف على نوع المخاطر ومصادرها وأسبابها، من خلال الرجوع إلى: سجلات المؤسسة، والتقارير الدورية التي تجريها جهات مستقلة، وجدول تدفقات الخزينة وغيرها من المصادر التي من الممكن أن تساهم في التعرف على الطبيعة العامة للمخاطر الهامة التي يجب إدارتها بأولوية.

ثانياً- تقييم المخاطر: يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر، فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية التي ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها، لإتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها، يفضل ترتيب المخاطر وفق معايير عامة تندرج تحتها مجموعة من المخاطر، مثلاً:

1 - **مخاطر حرجة:** وتسمى كذلك مخاطر مرتفعة، وهي كل المخاطر التي قد تؤدي إلى خسائر تتسبب في إفلاس

المؤسسة ويندرج تحتها مخاطر الأصول مثلاً. تلجأ المؤسسة إلى التأمين الإسلامي ضد هذه المخاطر.

2 - **مخاطر هامة:** وهي المخاطر المتوسطة التي لا تترتب على خسائرها المحتملة إفلاس المؤسسة، ولكن من شأنها تخفيض المركز المالي للمؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى تكوين احتياطات أو حتى التأمين ضد هذا النوع من المخاطر، كما يمكن للمؤسسة إتخاذ التدابير اللازمة لعلاجها أو حتى الوقاية منها.

3 - **مخاطر غير هامة:** وهي المخاطر الضعيفة التي تتعرض لها المؤسسة، وتكون في الغالب ملازمة لنشاط

المؤسسة، ويمكن التعويض عنها اعتماداً على الأصول الحالية للمنشأة أو عوائدها دون أن يسبب عجزاً أو

خسارة في الخزينة أو النتيجة، وهذه المخاطر تتطلب إدارتها.

حيث أن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بأبعاده الثلاثة وهي حجمه، مدته، وإحتمالية حدوثه، وإن التقييم والقياس الصحيح هو ذلك الذي يتم في الوقت المناسب وهو على درجة كبيرة من الأهمية إذ يعتبر القياس الكمي من التحديات الهامة التي تواجه إدارة المخاطر الحديثة.

ثالثاً- ضبط المخاطر: بعد تحديد وقياس المخاطر وتقييمها، تأتي الخطوة الثالثة وهي ضبط هذه المخاطر، وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، وإتخاذ القرار اللازم بإختيار البديل

المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال، فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

رابعاً- تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضوع التنفيذ.

خامساً- مراقبة ومراجعة المخاطر: على المنشأة أن تعمل على إيجاد نظام معلومات قادر على تحديد وقياس المخاطر بدقة، وفي نفس الوقت والأهمية أن يكون قادراً على مراقبة التغيرات المهمة في وضع المخاطر لديه، وتعد مراقبة المخاطر ضرورة طبيعية لأي منشأة لما لها من تأثيرات على نشاطها وإستمراريتها¹.

وبما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة و لضمان هذا يتم القيام بمراقبة و مراجعة نتائجه، و نظراً لسرعة تغير بيئة الأعمال و بالتالي إختفاء مخاطر معينة و ظهور أخرى تتغير بهذا التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلا عن إمكانية إكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المنظمة إدارتها².

المطلب الخامس : مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

نحاول من خلال هذا المطلب تحديد أهم الجهات المسؤولة عن إدارة المخاطر في عملية إصدار الصكوك الإسلامية من بداية إصدارها إلى غاية إطفائها، وذلك بإعتبار أن الشركة ذات الغرض الخاص SPV مؤسسة مالية وسيطة ينشئها ويملكها في الغالب المالك الأصلي للموجودات المصككة (المنشئ) تتولى عملية إصدار الصكوك وإدارتها وإتخاذ جميع الإجراءات نيابة عن المنشئ وفي نفس الوقت تتولى حماية مصالح حملة الصكوك، إلى جانب ذلك قد تتولى وظائف أخرى كمدير وأمين إستثمار، ومتعهد للتغطية وغير ذلك على النحو الذي تبينه نشرة إصدار الصكوك ، إنطلاقاً من كونها جهة منقطعة تماماً (مستقلة فعلاً) عن مستخدم حصيلة الصكوك (المنشئ) حتى يمكنها القيام بعملية إدارة المخاطر، وبناء على هذه النقطة الجوهرية (إستقلالية الشركة ذات الغرض الخاص) إعتنادنا على هذه الشركة عند محاولتنا إقتراح الطرق والآليات المناسبة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

وإنطلاقاً من ذلك نحاول تحديد أهم الجهات المسؤولة عن إدارة المخاطر في عملية للتصكيك برمتها.

أولاً- المراقبون أو السلطات الإشرافية:

قد يتولى الرقابة على الصكوك الإسلامية هيئات سوق المال بإعتبارها الجهة المخولة بالسماح بإصدار وتداول الصكوك، كما قد يتولى هذا الأمر البنك المركزي إنطلاقاً من وظيفته في مراقبة الوضع المالي والنقدي والمصرفي في الدولة.

وتبرز أهمية دور الرقابة المالية عند قيام المؤسسات المالية بتسييل الصكوك أو إمتاعها عن التعامل بهذه الصكوك في السوق، وكذلك فإن التوجه بإصدار صكوك مالية يدفع بجهة الرقابة لوضع ضوابط تتعلق بحجم الإصدارات وعددها ونوعية المعروض منها، وفترة الإستحقاق للإصدارات، وحصر نوعية المصدرين في السوق المالي فيما إذا كانت حكومات أو شركات أو أفراد أو مصارف أو منظمات عالمية أو غيرها³.

¹ بالاعتماد على: أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 122-124. وجداني، سامية ميمي، دور الحكمة إدارة المخاطر في المصارف، مرجع سابق، ص 8. و شادي صالح البجيرمي، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص ص 30-34، بتصرف.

² فاتح مجاهدي، محمد مرابي، إدارة مخاطر البيئة التسويقية بالاعتماد على نظم معلومات الأعمال، ورقة بحث مقدمة إلى إلى الملتقى الدولي الثالث حول: " إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلین الشلف، الجزائر، يومي 25-26 نوفمبر 2008م، ص9

³ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع السابق، ص 145.

كما تتلخص أهداف السلطات الرقابية والإشرافية في الدولة فيما يتعلق بالصكوك فيما يلي:

- 1- الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة، وبالتالي التأكد من أن الصكوك تتصف بخصائص لا تنتافي مع الشريعة. ومصلحة السلطات الرقابية في ذلك، أنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك، فإنها تهدد الأدوات المالية وكذلك المؤسسات المالية التي كانت فاعلة في إصدارها بسوء السمعة وفقدان الثقة فيها. وقد يتطرق سوء السمعة وفقدان الثقة إلى النظام النقدي والمالي بأسره، مما يهز أركان النظام الاقتصادي، ويضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الأفراد والمؤسسات على المستوى الوطني.
 - 2- الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصصاً على المشاع في موجودات حقيقية، لأن هذا شرط من شروط التوافق مع الشريعة ينعكس عدم توفره سلباً على سمعة الصكوك ومصدرها، كما أنه ضمان لحقوق حملة الصكوك.
 - 3- الحرص في كل الأحوال على خلو استخدام حصيلة الصكوك من مخاطر النزوع السيئ، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له. وهذا يضمن قدرة بائع الصكوك على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة والحفاظ على منافعها، وكذلك دفع أقساط الإيجار وغيرها من مستحقات حملة الصكوك.
 - 4- الحرص على أن كافة الإحتياطات قد إتخذت لكي لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأجيرها إلى جهة أخرى أو بيعها. لأن حدوث ذلك، سوف ينزع من الصكوك عنصر الإستقرار، ويهدد السوق المالية كلها بالإنهيار. هذا بصرف النظر عن تحمل حملة الصكوك لخسائر أو حتى تحقيقهم مكاسب من جراء التصرف في موجودات الصكوك. لأنه حتى ولو تحقق الحفاظ الكامل لحقوق حملة الصكوك، فإن مجرد تصرفهم في الموجودات يدخل عاملاً من الإضطراب في أسواق المال، يمكن أن يضر بالإقتصاد ككل¹.
- بناءً على هذه الأهداف، نجد أنه لا يستطيع المراقبون أو السلطات الإشرافية في الدولة أن يمنعوا إنهيار الجهة المصدرة للصكوك أو إفلاس المشروع الإستثماري محل عملية التصكيك، ولكن دورهم الرئيسي يتمثل في وضع قواعد تنظيمية واضحة وتوفير المستوى الرفيع من الإشراف الفاعل من شأنها تسهيل إدارة المخاطر من خلال تشجيع وجود بيئة جيدة لإدارة المخاطر في المنشآت المصدرة للصكوك وحماية لحقوق المستثمرين (حملة الصكوك) من أهم عناصرها وجود إطار عام ملائم لإدارة المخاطر، وهذا يلعب دوراً هاماً في التأثير على المسؤولين أو الشركاء في إدارة المخاطر.
- ثانياً- **المساهمون**: يقع على مساهمي المؤسسة البادئة بالتصكيك (المنشئ) عبء إختيار أعضاء مجلس الإدارة وهم المسؤولون عن عمليات التحكيم، وبالتالي فإن إختيارهم يجب أن يكون إختياراً سليماً يؤدي لضمان وجود إدارة مثلى في المؤسسة البادئة للتصكيك ومن ثمة في الشركة ذات الغرض الخاص SPV.
- ثالثاً- **مجلس الإدارة**: تقع مسؤولية إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك على مجلس إدارتها، حيث هو من يقوم بوضع الإستراتيجيات والسياسات المختلفة، منها المفاضلة بين طرق التمويل، تمويل مباشر من البنوك ومؤسسات التمويل أو التمويل عن طريق إصدار صكوك عند الحاجة لتمويل إضافي بهدف تمويل الإحتياجات الرأسمالية والتشغيلية الجديدة، بالإضافة إلى تعيين الموظفين، خصوصاً عند إختيار المسؤولين عن إدارة الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وتحديد نوع الأصول القابلة للتصكيك التي توفر السيولة المطلوبة وبتكلفة أقل.

¹ معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة، مرجع سابق، ص 37

رابعاً- الإدارة التنفيذية: وهي الإدارة المسؤولة عن تطبيق السياسات التي يضعها مجلس إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك ويجب أن يكون لدى المديرين التنفيذيين الخبرة الكافية لتجميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض تصكيكها، والذي يتطلب عناية خاصة، وإعداد دراسات جدوى أولية تتطلب إختيار الجهات ذات المصادقية في إعداد بعض الدراسات التي تتضمنها دراسة الجدوى الأولية والتي على أساسها يتخذ مجلس الإدارة القرار الصائب في تصكيك موجوداته من عدمها، كما يتطلب من الإدارة التنفيذية الدراية الكافية بإدارة المخاطر، خاصة في حالة إصدار صكوك الإجارة، عند قيام المنشئ بإعادة تأجير أصوله من وكيل الإصدار في عملية بيع ثم إعادة التأجير، والتي يتحمل فيها المالك الأصلي (المؤسسة البادئة بالتصكيك) جميع الحقوق والإلتزامات تجاه حملة الصكوك، المترتبة على الموجود أو مجموعة الموجودات موضوع الصكوك.

خامساً- لجنة التدقيق الداخلي: تعد لجنة التدقيق الداخلي بمثابة إمتداد لوظيفة سياسة مجلس الإدارة لإدارة المخاطر، ويجب أن تقوم لجنة التدقيق الداخلي بالتأكد من إلتزام المنشئ والشركة ذات الغرض الخاص بالأنظمة الرقابية الداخلية ونظم المعلومات وعلى الرغم من أن لجنة التدقيق الداخلي تلعب دوراً هاماً في مساعدة الإدارة على إدارة المخاطر بصورة سليمة، إلا أن المسؤولية الرئيسية تقع على عاتق جميع المستويات الإدارية في المنشأة¹.

وقد تتضمن لجنة التدقيق الداخلي التدقيق الشرعي الداخلي، والذي يلعب دوراً هاماً في المؤسسات المالية الإسلامية وهدفها مساعدة الإدارة في تحمل مسؤوليتها بشأن الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية والتأكد من تطبيقها حسبما تحدده الفتاوى والسياسات والإجراءات التي تقرها هيئة الرقابة الشرعية في تلك المؤسسات.

وأنها قد تكون وحدة إدارية مستقلة (قسماً أو إدارة)، وقد تكون قسماً في لجنة التدقيق الداخلي، وقد تكون مدمجة في إدارة التدقيق الداخلي، وذلك طبقاً لتطور نظام الرقابة الشرعية الداخلية للمؤسسة وقد تكون مكتباً خارج الكيان القانوني للمؤسسة تتعاقد معه الإدارة لأداء هذه الوظيفة².

سادساً- المدققون الخارجيون: وهم غالباً ما يلعبون دوراً تقييماً في عمليات المعلومات الخاصة بإدارة المخاطر، ويجب أن يهتم المدققون الخارجيون ليس فقط بالفحص التقليدي لعناصر الميزانية وقائمة الدخل فحسب، وإنما يجب أن يكون تدقيقهم مُركزاً على المخاطر.

وفي ظل تنوع الأشكال التخصصية الفنية للتدقيق الخارجي في المؤسسات المالية الإسلامية، تبرز هنا أهمية التدقيق الشرعي الخارجي التي تتجلى في عدد من العناصر، تمثل مزايا إستراتيجية للمؤسسات المالية الإسلامية، وتتسم مع أحدث مفاهيم وإستراتيجية (الرقابة الشاملة) في المؤسسات المالية الإسلامية بإعتبارها تمثل أساساً لإدارة مخاطر الأدوات المالية الإسلامية وضبط الجودة الشاملة في المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك أن تعدد الجهات الرقابية لحفظ أعمال المؤسسة المالية عن المخالفات الشرعية يعد مطلباً إستراتيجياً مستمداً من مطلب تحقيق المقاصد الشرعية والمتمثلة على وجه الخصوص بالمحافظة على الدين والمال.

كما أن تطبيق إستراتيجية (التدقيق الشرعي الخارجي) يحقق التأثير الإيجابي والفعال بإتجاه تقويم وتطوير الجوانب فيما يكون عليه عمل الجهاز الشرعي داخل المؤسسة المالية الإسلامية بقسيمة الإفتائي والرقابي، ذلك أن طبيعة عمليات التدقيق الشرعي الخارجي تتطلب من الجهاز الشرعي الداخلي توفير العديد من المتطلبات الفنية والإجرائية ذات الصلة بتنظيم أعمال

¹ بالاعتماد على: شادي البحري، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص38، بتصرف.

² بالاعتماد على: مطلق الجاسر، التدقيق الشرعي في المؤسسات المالية الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى: "مؤتمر المدققين الشرعيين، شركة شوري للاستشارات الشرعية"، الإمام، المملكة العربية السعودية، 2009/04/12م، ص3. وعبد الباري مشعل، إستراتيجية التدقيق الشرعي الخارجي: المفاهيم وآلية العمل نظرة مستقبلية في ضوء معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI دليل تنفيذي)، ورقة بحث مقدمة: Association of Islamic Banking Institutions, Malaysia, shariah Audit conference on the 10th May 2011، ص4.

هيئات الفتوى والرقابة الشرعية وضبط جودة أدائها الشرعي، بغية الوصول بها إلى تحقيق الهدف الإستراتيجي من وجودها والمتمثل في حفظ أعمال المؤسسة المالية من المخالفات الشرعية، ومن هنا يظهر دورها والحاجة لها في التعامل مع مخاطر عدم إتزام المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك بأحكام الشريعة الإسلامية¹ والمخاطر الأخرى ذات الصلة بهذا النوع من المخاطر.

سابعاً- حملة الصكوك: يقع على حملة الصكوك عبء أيضاً في مجال إدارة المخاطر، وذلك من خلال مطالبة الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها تحمي مصالحهم بالإفصاح عن المعلومات المالية والتحليل المالي حتى يتمكنوا من تقييم أداء المشروع الإستثماري محل عملية التصكيك والمخاطر المحيطة بأنشطته وأعماله².

كما أنه من حق حملة الصكوك أن يكونوا على إطلاع دائم على تطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، نظراً لأنهم أصحاب المال والمتضرر الأول في حال وقوع الخسارة. ولا يعد إعطاؤهم هذا الحق تدخلاً مباشراً في شؤون إدارة عملية الإستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضارباً كان أم وكيلاً بالإستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

ولضمان إطلاعهم على مسيرة العملية الإستثمارية، فمن الواجب أن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقاً للمصداقية. وتزداد الحاجة إلى هذا التمثيل عندما تكون الهيئة ذات الغرض الخاص SPV مملوكة للمنشئ القابض لحصيلة الإصدار، ليتحقق بهذا التمثيل التأكد من حقيقة تحقق الإستثمار وشرعيته، وأن عملية الإصدار ليست غطاءً للحصول على تمويل بربا تحت غطاء الصكوك³.

ثامناً- الشركة ذات الغرض الخاص SPV: نرى أن الشركة ذات الغرض الخاص SPV من أكثر الجهات المسؤولة عن إدارة المخاطر في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، بإعتبارها وكيلًا ومنظم إصدار تتولى إصدار الصكوك الإسلامية وإدارتها لصالح المؤسسة البادئة بالتصكيك، وفي نفس الوقت وكيلًا عن حملة الصكوك ترعى مصالحهم وحقوقهم في مواجهة المنشئ (المؤسسة البادئة بالتصكيك)، إلى جانب وظائف أخرى مساعدة في عملية التصكيك قد توكل إليها. وعليه وبشكل عام، يجب على الشركة ذات الغرض الخاص SPV أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية المتوقع إصدارها، والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة، وإقتراح سبل معالجتها، مع الأخذ في الإعتبار قدرة الموجودات محل التصكيك على الوفاء بالالتزامات.

¹ بالإعتماد على: رياض منصور الخليلي، إستراتيجية التدقيق الخارجي مفاهيم وآلية العمل، ورقة بحث مقدمة إلى "المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 19-20 شعبان 1425هـ، 3-4 أكتوبر 2004م، المنامة، البحرين، ص 6-7، بتصرف.

² بالإعتماد على: شادي البجيرمي، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 39، بتصرف.

³ بالإعتماد على: معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة، مرجع سابق، ص 34

المبحث الرابع: علاج مخاطر الصكوك الإسلامية

نحاول من خلال هذا المبحث علاج مخاطر محددة (علاج نوعي) للصكوك الإسلامية، وتشمل بذلك كلا من المخاطر المالية وصيغ التمويل الإسلامية والتشغيل ، بطرح مجموعة من المبادئ والطرق والإجراءات المتوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي، التي من شأنها تحديد مصدر تلك المخاطر وإتخاذ الطرق والإجراءات التصحيحية اللازمة لها للحد منها، وهذا ما نحاول التطرق له في هذا المبحث وفق المطالب الآتية:

المطلب الأول: علاج المخاطر المالية للصكوك الإسلامية

تتعرض الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع من المخاطر المالية، ويتم علاج تلك المخاطر بعدة طرق منها علاج كل نوع على حده، من خلال علاج كل من المخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة ومخاطر السوق بمبادئ إرشادية وإجراءات وقائية خاصة بكل نوع، وهي الطريقة التي سنعتمد عليها في المعالجة، وفيما يلي تفصيل لذلك:

أولاً- علاج المخاطر الائتمانية:

من الضروري أن يكون للمؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الإسلامية، وكذلك السلطات الإشرافية والرقابية، إدراك واضح لهذا النوع من المخاطر، وأن يولوه العناية اللازمة عند تقييم أوضاع مشاريعهم الإستثمارية الممولة بحصيلة الصكوك، والأخذ بالحسبان المتغيرات الإقتصادية وغيرها التي تقود إلى تدهور مقدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم في وقتها، مما يتطلب من المنشأة مصدرة الصكوك إتخاذ التدابير اللازمة قصد الحد أو التقليل من هذه المخاطر إلى أدنى مستوياتها.

ونحاول من خلال ما يلي تلخيص أهم الطرق والإجراءات والمبادئ الإرشادية التي يمكن للمنشأة إتباعها للتقليل والحد من المخاطر الائتمانية في مشاريعها الإستثمارية موضوع الصكوك، وذلك وفق المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) للمجلس الخدمات المالية الإسلامية، وتتمثل فيما يلي¹:

- 1 - على المؤسسة مصدرة الصكوك أن تجري دراسة الحرص الواجب فيما يتعلق بالأطراف ذوي العلاقة قبل إتخاذ قرارها حول إختيار صيغة التمويل الإسلامية الملائمة التي يصدر الصك على أساسها. فقد تتأثر المصادقية الائتمانية للصكوك الإسلامية المصدرة إما نتيجة وجود إئتمان في العملية الإستثمارية سواء بعدم وفاء العميل بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لإستثمارات الصكوك القائمة على صيغ المشاركة، أو أن إستخدام حصيلة الصكوك تم في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات، فقد يدخل في المشروع أثناء عمله معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة، أو في حالة عدم رغبة العميل في إستلام السلعة المستنصعة ورجوعه عن وعده حالة مثلاً صكوك الإستصناع، أو في حالة عجز المدين (العميل) عن الوفاء بالتزاماته بسبب تعثر مالي أو إفلاس في حالة صكوك المرابحة والإجارة. وإما بعدم قدرة الأصول محل عملية التصكيك على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، وبالتالي عدم مقدرة المنشأة مصدرة الصكوك على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة الصكوك، مما يتطلب من المنشأة مصدرة الصكوك ما يلي:

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، وثيقة بعنوان: المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية)، مرجع سابق، ص 14-15. بتصرف

- ✓ التركيز في دراسة وتقييم الأطراف المتعامل معها في المشروع الإستثماري للصكوك، وإجراء دراسات وافية على موجودات الصكوك من حيث قدراتها التشغيلية وتنفيذها، وجوهرها الإقتصادي بما في ذلك إجراء تقدير لتدفقاتها النقدية المستقبلية بدقة مع إجراء تحليل للحساسية عليها بهدف إكتشاف مكامن الخطر.
- ✓ التأكد من الطاقة الإئتمانية للعميل ومن ثم قدرته على الوفاء بالتزاماته في الوقت المحدد لها، وبالشروط المتفق عليها، ويدخل في ذلك سمعة وكفاءة العميل وتاريخه الإئتماني ومركزه المالي، وقدرته على توليد الدخل في المستقبل لأن تسديد التزاماته سيعتمد على إيراداته وتدفقاته النقدية، ويمكن ذلك من خلال التأكد من الجدارة الإئتمانية للمدين (العميل) في عملية التصكيك وقدرته على أداء التزاماته تجاه الغير، ومع التأكد من مدى مصداقية الجهة المانحة لهذا التصنيف في قياس ملاءة العميل.
- ✓ الإعتماد على وكالات التصنيف العالمية وذات المصداقية العالية في تحديد الجدارة الإئتمانية للصكوك المزمع إصدارها.
- ✓ الإعتماد على الضمانات وتكوين الإحتياطات الكافية بهدف تحسين الجدارة الإئتمانية للصكوك وتعزيز ثقة المستثمرين بها من جهة، ومقابلة الخسائر المتوقعة والتخفيف من آثار المخاطر الإئتمانية من جهة أخرى.

- 2- إعتداد الطرق الملائمة لقياس حجم مخاطر الإئتمان الناشئة عن إستثمارات الصكوك الإسلامية المصدرة، والتقارير عنها، وإعتماد أساليب تتفق مع أحكام الشريعة للتخفيف منها ، حيث توجد هناك عدة مناهج تستخدم في قياس المخاطر الإئتمانية تقوم كل منها على إستخدام أساليب معينة، وتعتمد تلك الأساليب على منهجين:
- أ - منهج إستخدام النسب المالية (وهي أحد النسب المحاسبية) : يهدف إلى تقييم المخاطر الإئتمانية من خلال التحليل المالي للقوائم المالية الختامية بهدف تحديد السيولة والجدارة الإئتمانية للعميل، ويعاب عليها أن لا تمثل مؤشراً لمدى النجاح أو الفشل الذي قد يتعرض له العميل مستقبلاً.
- ب - منهج إستخدام النماذج الرياضية والإحصائية : ويهدف إلى تحديد درجة المخاطر الإئتمانية لكل عميل، مما يسهل إتخاذ القرار المناسب لمنح التمويل للعميل، ويتم ذلك من خلال جدول المخاطر وهي طريقة تسجيل النقط أو من خلال أسلوب التحليل التمييزي المتعدد وهو أسلوب إحصائي يعطي مقياساً كافياً لمخاطر عدم السداد، وهذا المنهج يدعم الإستخدام التقليدي للنسب المحاسبية عند إجراء مقارنات بين أنشطة إقتصادية متنوعة بوضع نموذج كمي موضوعي لقياس تكلفة المخاطر¹، حيث يعتبر قياس هذه التكلفة أكثر سهولة في العقود البسيطة أو المتجانسة مقارنة بالعقود المركبة والمتعددة، وبما أن الصكوك الإسلامية أكثر تعقيداً مقارنة مع أدوات التمويل (السندات التقليدية) بالفائدة، فإن الحساب الدقيق للخسائر المتوقعة من المخاطر الإئتمانية يعتبر بمثابة تحد. ويزداد الأمر صعوبة لعدم وجود إجماع بشأن كيفية التعامل مع العميل المتعثر²، وكذا ضعف المقدرة على تسييل الصكوك لعدة أسباب منها غياب سوق ثانوية لتداول الصكوك تعمل آلياً بنظام أوامر البيع والشراء خاصة في الأسواق المالية العربية، كما أن العوائد التي تعرضها الصكوك المدرجة في أسواق الأوراق المالية لا تقدم أي إغراءات تعوض عن ضعف التداول، وإحتفاظ المستثمرين بمعظم إصدارات الصكوك إلى حين أجل إستحقاقها.

¹ عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 163. بتصرف.

² فاطمة بن الناصر، تسييل مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 98. بتصرف.

- 3- يجب على المنشأة المصدرة للصكوك أن تعتمد إستراتيجية للتمويل باستخدام أنواع الصكوك الإسلامية المختلفة، آخذة في الحسبان مخاطر الائتمان المحتملة التي يمكن أن تنشأ في مراحل مختلفة من عمر إستثمارات الصكوك المختلفة، وأن تكون على علم عند وضع إستراتيجياتها ببداية التعرض لمخاطر الائتمان المتأصلة في طبيعة صيغ التمويل التي تقوم عليها الصكوك المصدرة وفي مختلف الأنظمة، ذلك أن طبيعة الوعود غير الملزمة وأوجه التنفيذ القانونية تختلف فيما بين مؤسسة وأخرى، وما بين نظام وآخر، مما قد يؤدي إلى ظهور مخاطر تشغيلية، ومشاكل أخرى لإدارة المخاطر بتلك المنشأة تتعلق بالإلتزام بالشرعية. وعلى المنشأة مصدرة الصكوك عند تحديد مستوى المخاطر المقبولة للأطراف المتعامل معها أن تتأكد من كفاءة إدارة المعدل المتوقع للعائد من إستثمارات الصكوك بما يتناسب مع مخاطرها.
- 4- تكوين نظام معلومات فعال والذي بموجبه تستطيع الإدارة السيطرة على مخاطر الائتمان وقياسها ومراقبتها وإستحداث نظام داخلي لتصنيف المخاطر يتوافق مع طبيعة وحجم وتشعب إستثمارات الصكوك الإسلامية المصدرة، مع ضرورة تطوير النظام الداخلي لتصنيف وإدارة مخاطر الائتمان التي قد تتعرض لها إستثمارات الصكوك، ويساعد النظام الجيد للتصنيف في معرفة درجات مخاطر الائتمان في الأنواع المختلفة من التمويل الممنوح، وذلك من خلال تقسيم الائتمان إلى مجموعات حسب درجة المخاطر، وتعتبر التصنيفات الداخلية للائتمان من الأدوات المهمة في الرصد والسيطرة على مخاطر الائتمان، ذلك أن التصنيفات الدورية تمكن من تحديد الخصائص الشاملة للائتمان الممنوح وتشير إلى تدهور في جودة الائتمان وزيادة المخاطر المرتبطة به، حيث يمكن تكثيف الرقابة على الائتمان الذي تزيد مخاطره.
- 5- إنشاء جهاز مستقل لعملية إدارة مخاطر الائتمان بالمنشأة.
- 6- إستخدام إجراءات وسياسات جيدة في المتابعة والتحصيّل المباشر أو عن طريق الوكلاء والمحصلين ومكاتب المحاماة، وتضمين عقود الائتمان شروطاً تعطي للمنشأة مصدرة الصكوك الحق في تحصيل أقساطها بأي طريقة تتيح لها الحصول على حسابات العميل الأخرى في البنوك.
- 7- أخذ الضمانات والكفالات المسموح بها والتأكد من قدرة المنشأة مصدرة الصكوك على أخذ حقوقه من الناحية القانونية والعملية، مع التنبيه على أن الائتمان لا يمنح إعتماداً على قوة الضمانات بل على قدرة العميل على الدفع¹.
- 8- إعداد تقارير دورية مستقلة، وذلك بغرض التأكد من أن هناك سيطرة على مخاطر الائتمان في حدود الضوابط التي تحددها المعايير الرقابية والإجراءات الداخلية لمشروع إستثمارات الصكوك، ولا بد من وجود آليات المراقبة الداخلية لضمان التقيد بالسياسات الائتمانية التي قد يتعرض لها المشروع الإستثماري للصكوك المصدرة، يجب أن يكون لدى المنشأة مصدرة الصكوك سياسة واضحة ونظام لإدارة الائتمان، نظراً لتعدد الأطراف المتعامل معها في عملية التصكيك. لذا يجب أن يتوفر لدى المنشأة مصدرة الصكوك برامج عمل فعالة لإدارة المخاطر الائتمانية².

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، مرجع سابق، ص ص 12-20. وعادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 161-184. بتصرف

² طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ط 1، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1422هـ-2003م، ص ص 40-41. بتصرف

وتجدر الإشارة إلى نقطة مهمة وجوهرية حول الطريقة الوحيدة لتحديد مخاطر الائتمان عن حملة الصكوك، وهو أن يكون تمثيل الصكوك لموجوداتها حقيقياً (الصكوك المدعومة بأصول Asset-Backed Sukuk)، والتي تقتضي بالتحويل الكامل للملكية القانونية للموجودات إلى حملة الصكوك، وبذلك يعد الأداء الفعلي لتلك الموجودات المحدد الوحيد لعوائد حملة الصكوك، وفي حالة تعثر المنشئ أو تخلفه عن سداد المستحقات التي عليه (وجود مخاطر إئتمانية) لا يصير حملة الصكوك في حال إفلاسه أسوة مع باقي الغرماء (لا يرجعون إلى المنشئ) وإنما يرجعون إلى موجودات صكوكهم.

ثانياً- علاج مخاطر السوق:

- 1 - يتم علاج مخاطر السوق بقيام الجهة المسؤولة عنها في المنشأة مصدرة الصكوك بمتابعة مستواها الناتج عن كل من تقلبات أسعار الأصول التي قد تمثلها الصكوك، وكذا التغيرات في أسعار الفائدة في حالة ربطها بعوائد حملة الصكوك وتقلب أسعار الصرف عند قيام المشروع الإستثماري للصكوك بمعاملات بعملة أجنبية، وكذا متابعة تغيرات أسعار الصكوك والأوراق المالية الأخرى المتداولة في الأسواق المالية بصفة مستمرة ويومية، نظراً لتأثير تلك التقلبات على القيمة السوقية للصكوك المصدرة وبالتالي على عوائد حملة الصكوك.
- 2 - عادة ما يتم استخدام تحليل الحساسية لقياس مخاطر السوق وذلك لكل نوع من أنواعها (مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، أسعار السلع والأوراق المالية، أسعار الصرف)، ويمكن استخدام بعض المؤشرات للتعرف على أثر حساسية عوائد الصكوك للتغير في الموجودات غير المتاجرة والمطلوبات المالية المحتفظ بها لإستثمارات الصكوك وحساسية حقوق ملكية حملة الصكوك للتغير في حالة معدل العائد الثابت.
- 3 - على المنشأة مصدرة الصكوك وضع إستراتيجية لمخاطر السوق تشمل مستوى مخاطر السوق المقبولة، على أن يتم مراعاة كل من: الإتفاقيات التعاقدية المبرمة مع حملة الصكوك وأنواع المخاطر المتعرض لها في الأنشطة والأسواق المستهدفة، وذلك لتعظيم العوائد مع إبقاء المخاطر عند أو دون المستويات المحددة مسبقاً، ويجب على المنشأة مصدرة الصكوك مراجعة هذه الإستراتيجية دورياً وتعميمها على أطراف عملية التصكيك أصحاب العلاقة والإفصاح عنها لحملة الصكوك.
- 4 - كما على الجهة المصدرة للصكوك وضع إجراءات سليمة وشاملة لإدارة مخاطر السوق ونظام المعلومات يشتمل على سبيل المثال لا الحصر على ما يلي:
 - أ - وضع إطار لتصورات أولية للمساعدة في تحديد مخاطر السوق التي قد تتعرض لها الصكوك وتتعدى إلى عوائدها.
 - ب - تظم معلومات إدارية قوية للتحكم في التعرض لمخاطر السوق ومراقبتها، وإعداد تقارير عنها وعن نتائج الأداء لتقديمها إلى المستويات الإدارية العليا المناسبة.
- 5 - ينبغي على المنشأة مصدرة الصكوك أن تكون قادرة على تحديد مستويات التعرض لمخاطر السوق وتقييم إحتمال ما يمكن التعرض له من خسائر مستقبلية قد تنشأ من عدم تغطية إلتزاماتها بما تحتفظ به من موجودات.
- 6 - يجب أن تحرص المنشأة مصدرة الصكوك على أن تتضمن إستراتيجياتها تحديد مستويات المخاطر التي يمكن أن تتحملها موجودات الصكوك، وأن يكون لديها رأس مال كاف محتفظ به لهذا الغرض لتغطية تلك المستويات من المخاطر.

7 - عند عدم توفر أسعار السوق المباشرة اللازمة لتقييم موجودات الصكوك، يكون على المنشأة مصدرة الصكوك أن تدرج في برنامجها المتعلق بالصكوك أسلوباً مفصلاً لتقييم مخاطر السوق، ويمكن أن تستخدم أساليب التوقعات المناسبة لتقييم القيمة المحتملة لموجودات الصكوك¹.

8 - علاج مخاطر سعر الفائدة (السعر المرجعي) : كما ذكرنا سابقاً فإن الصكوك الإسلامية لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنه يتخذ كسعر مرجعي في تحديد هامش الربح وعائد حملة الصكوك، ومنه فمن الممكن أن تنتقل التغيرات في سعر الفائدة إليها بصورة غير مباشرة عن طريق هذا السعر المرجعي، ويمكن استخدام نموذج تحليل الفجوة لقياس تغير سعر الفائدة كمؤشر للمخاطر المرتبطة بأجال موجودات والالتزامات إستثمارات الصكوك في قائمة المركز المالي للشركة المصدرة للصكوك، وأثار التقلبات في عائد حملة الصكوك من أسعار الفائدة خلال فترات زمنية محددة عن طريق تحليل الفجوة عبر قياس الدخل الصافي ودرجة حساسيته تجاه سعر الفائدة، وتهدف معالجة المخاطر إلى محاولة عزل الدخل الصافي عن أي تغيرات في السعر المرجعي في السوق حيث يتم إعداد جدول توزع فيه الموجودات والالتزامات إلى مجموعات وفق آجالها إن كانت على أساس سعر الفائدة الثابت، أو وفق أقرب فترة زمنية يتم خلالها إعادة تقييم هذه الموجودات والالتزامات إن كانت على أساس سعر الفائدة المتغير، ويطلق على الموجودات والالتزامات التي يعاد تقييمها بالموجودات والالتزامات ذات الحساسية نحو سعر الفائدة، وتساوي قيمة الفجوة الفارق بين تلك الموجودات والالتزامات، وإن كانت قيمة تحليل الفجوة بالموجب، تكون الموجودات الحساسة لتغير سعر الفائدة أكثر من الإلتزامات الحساسة لتغير سعر الفائدة لأن التغيرات المستقبلية في سعر الفائدة ستزيد من صافي الدخل، بمعنى أن الشركة المصدرة للصكوك المرتبط عائدها بمعدل الفائدة تكسب إذا إرتفع سعر الفائدة وتخسر إذا إنخفض سعر الفائدة، أي أن الجهة المصدرة للصكوك تكون معرضة للمخاطرة إذا إنخفض سعر الفائدة.

أما إذا كانت قيمة الفجوة سالبة فهذا يعني أن الموجودات الحساسة للفائدة، أقل من الإلتزامات الحساسة لمعدل الفائدة، أي أن التغيرات المستقبلية في سعر الفائدة ستؤدي إلى إنخفاض صافي الدخل وعليه فإن الشركة المصدرة للصكوك تخسر إذا إرتفع معدل الفائدة وتكسب إذا إنخفض سعر الفائدة، بمعنى أن المنشأة مصدرة الصكوك معرضة للمخاطرة إذا إرتفع سعر الفائدة عند إصدارها للصكوك ترتبط عوائدها بمعدل الفائدة. أما إذا كانت الفجوة مساوية للصفر : فإن المنشأة مصدرة الصكوك والتي تتحدد عائداتها اعتماداً على معدل الفائدة لا تخسر ولا تكسب في هذه الحالة مع تغير سعر الفائدة، وهي غير معرضة لمخاطر تغير سعر الفائدة².

كما يمكن للمنشأة مصدرة الصكوك استخدام عقود الخطوتين (العقود الموازية) لعلاج مخاطر تغير سعر الفائدة في حالة إصدارها صكوك بصيغة المرابحة أو السلم أو الإستصناع وربط عوائدها بمعدل الفائدة، وفي حالة إصدار صكوك الإجارة وربط عائدها بسعر الفائدة، فمن الطرق لمعالجة مخاطرها استخدام عقود المعدل المتغير (السعر العائم)³.

¹ بالاعتماد على: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، مرجع سابق، ص 28-30. بتصرف

² فاطمة بن الناصر، تسيير مخاطر صيغ التمويل، مرجع سابق، ص 103. وعادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 161-162. بتصرف

³ حري محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية مدخل حديث، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 315. بتصرف

ومن الحلول المقترحة كذلك لعلاج هذا النوع من المخاطر هو تقليص صيغ التمويل التي تؤدي إليها وهي التي تقوم على الديون، ومنه من يعتبره الحل الأنجع لمعالجة هذه المخاطر.

وتجدر الإشارة إلى أن وجود سعر مرجعي (هامش الربح أو العائد) لا يعتمد على سعر الفائدة السائد يعتبر ضرورة قصوى، يقع على المؤسسات المالية الإسلامية وعلى الباحثين والفقهاء العمل بجدية لإيجاد بدائل مقبولة مستقلة إلى حد ما عن عجلة الإقتصاد الربوي وتطوير معايير القياس، تكون ذات صلة بطبيعة الصناعة المالية الإسلامية مثل تطوير مؤشر الأرباح المصرفية، أي متوسط ما تحققه البنوك في عملياتها، وذلك بعدم مجارة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بأسلمته، وإنما إبتداع أدوات مالية إسلامية جديدة نابعة من الإرث والواقع الإسلامي في مجال المعاملات.

9- علاج مخاطر سعر الصرف: يكون علاج مخاطر أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات بأن تضع المنشأة مصدرة الصكوك في حالة دخولها في معاملات بالعملات الأجنبية والإستثمار بعملة غير عملة الإصدار (عملة الإكتتاب في الصكوك) مستوى معيناً لمخاطر أسعار الصرف ومراقبته يومياً لضمان بقاء العملات ضمن الحدود المقررة، كما تضع المنشأة مصدرة الصكوك مستوى معيناً لمخاطر أسعار العملات وحدوداً للفجوات في أسعارها لفترة معينة، ويتم مراجعة تلك الفجوات بين أسعار العملات الخاصة بموجودات والتزامات الصكوك دورياً، وتكون تغطية المخاطر عبر تقليل الفجوة بين أسعار العملات ضمن الحدود المقررة¹.

ويمكن للمنشأة مصدرة الصكوك تجنب هذه المخاطر بحلها عن طريق البيع والشراء، فإذا كانت المنشأة ملتزمة بدفع مليون جنيه إسترليني في تاريخ معين، فإنها تستطيع أن تشتري بثمن معجل سلعة تباع بمليون جنيه إسترليني إلى أجل لا يتأخر عن موعد إلزامه بالمبلغ المذكور، وفي الموعد يتسلم المبلغ من المشتري ثم يسلمه للدائن، وقد يقل المبلغ قليلاً عن المليون، أو يزيد قليلاً، ولا مخاطرة في ذلك، هذا إذا كان المبلغ المذكور ديناً على المنشأة، أما إذا كان المبلغ ديناً للمنشأة مصدرة الصكوك على غيرها، وتخشى عند تسلمه في الموعد مخاطرة الصرف، حيث ستقوم بصرف الإسترليني بالدولار الذي تتعامل به وقد ينتج عنه خسارة كبيرة، فعندئذ الأمر مختلف والمخرج هو أن تشتري بالإسترليني شراءً آجلاً والأجل لا يسبق موعد تسلم المنشأة مصدرة الصكوك المليون، بل قد يتأخر عنه حتى يتسنى للمنشأة التسلم أولاً قبل موعده أدائه الثمن الآجل، وحينئذ لا تتعرض لمخاطر الصرف، حيث يتسلم الدين ثم يسلم المبلغ نفسه للبائع الدائن².

كما أنه من الأساليب للوقاية من مخاطر سعر الصرف، قيام المنشأة مصدرة الصكوك بالإستثمار بنفس عملة الإصدار (عملة الإكتتاب)، وتكون مدة الصكوك قصيرة أو متوسطة للتقليل من مخاطر سعر الصرف لأن تقلب قيمة نفس العملة لا يظهر في الأجل القصير أو المتوسط بل على المدى البعيد.

ثالثاً- علاج مخاطر السيولة: من أهم أهداف إدارة السيولة المحافظة على إستمرار عمل المنشأة، وإبعاد مخاطر العسر المالي عنها، وإذا لم تتمكن المنشأة من إدارة سيولتها بالشكل السليم، فإنها قد تواجه بعسر ناتج عن عدم القدرة على مواجهة الإلتزامات في موعدها. ولمعالجة مخاطر السيولة في حالة الصكوك الإسلامية لا بد من علاجها من جانبيين.

¹ عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 167. بتصرف

² حربي عريقات، سعيد عقل، إدارة المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 317-318

الجانب الأول: يتعلق بعلاج مخاطر السيولة من جهة المنشأة مصدرة الصكوك لمقابلة إلتزاماتها (تسديد ديونها المختلفة وتسديد مستحقات حملة الصكوك من العوائد غير الموزعة). ومن الإجراءات والمبادئ الإرشادية للتخفيف من مخاطر السيولة من جانب الجهة المصدرة للصكوك ما يلي:

1 - على المنشأة مصدرة الصكوك تقييم ضرورة ومدى إمكانية حصولها على أموال من مصادر التمويل المتاحة، ولأغراض إدارة سيولتها تتوافر لتلك المنشآت مصادر التمويل المتاحة، أهمها: الأموال المجمعة من حصيلة الإكتتاب، التدفقات النقدية الطبيعية الناشئة عن أنشطة المشروع الإستثماري للصكوك الإسلامية، تسييل الموجودات التي تمثلها الصكوك.

2 - يجب أن تشمل سياسات المنشآت المصدرة للصكوك لإدارة السيولة شكلاً من أشكال إجراءات التصفية المنظمة المتفق عليها تعاقدياً عند الوصول إلى مرحلة تصفية الصكوك وفق آجال إستحقاقها لتجنب الإضطراب إلى تصفية موجودات الصكوك بأسعار غير مواتية، مما قد يؤدي إلى التآكل.

3 - يجب أن تكون لدى المنشأة مصدرة الصكوك خطة طوارئ للسيولة تتناول مختلف مراحل أزمة السيولة مع تصنيف هذه المراحل، ولكن يمكنها أن تأخذ في الإعتبار، تميز المراحل على النحو الآتي:

أ - التعرف على فجوة السيولة أو وضع يشكل حدثاً محفزاً حيث لا تتبع مثلاً عملية التخلي عن الصكوك (إستردادها) أنماطاً يمكن توقعها، ومن أمثلة ذلك، يمكن أن تتعرض المنشأة لخفض درجة تصنيف صكوكها.

ب - الحاجة إلى تسييل موجودات وإستثمارات الصكوك بطريقة منظمة لمواجهة مثل هذه الفجوة أو الوضع.

ج - إتخاذ إجراءات الطوارئ إذا أخفقت الخطوتان السابقتان في مواجهة السيولة بشكل كاف.

4 - عند الضرورة، يجب أن تدرج المنشأة مصدرة الصكوك في خططها الخاصة بالطوارئ العوامل الآتية، وتحدد نقاط العمل الملائمة في كل مرحلة:

أ - تقييم منتجات للتمويل متفقة مع الشريعة متاحة في السوق، بما في ذلك إمكانية إبرام إتفاقيات تعاون مع مؤسسات مالية إسلامية أخرى أو مؤسسات تقليدية للحصول على تمويل مؤقت بدون فائدة ربوية، أو إبرام ترتيبات بيع وإعادة إستئجار بغرض الحصول على تمويل لأجل أطول.

ب - إمكانية إجراء ترتيبات للحصول على سيولة من البنك المركزي (بدون فائدة ربوية).

ج - تكوين فريق أو تعيين أشخاص لإدارة الأزمات لتولي مسؤولية إتخاذ الإجراءات في مختلف مراحل أزمة السيولة.

د - إعتداد إجراءات تبليغ للإتصال مع المركز الرئيسي للمنشأة أو الهيئات الإشرافية ، ومع ذلك، فيقدر ما تنوي المنشآت المصدرة للصكوك الإعتداد على أنواع إتفاقيات التعاون المذكورة، فإنها تحتاج للتأكد من توافر الأطراف المتعامل معهم الراغبين في الدخول في مثل هذه الترتيبات.

5 - قياس السيولة ومراقبتها على أساس الظروف الطبيعية والطارئة، ويشمل ذلك إستخدام النسب المالية المختلفة¹ والمعروفة في هذا المجال بنسب السيولة، والتي تقيس قدرة المشروع الإستثماري موضوع الصكوك على الوفاء بإلتزاماته قصيرة الأجل، منها:

¹ بالإعتماد على: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات ، مرجع سابق ، ص ص 33-38. بتصرف

أ -نسبة التداول **Current Ratio**: والتي تقيس نسبة تداول حجم النقد المتوافر في المشروع الإستثماري للصكوك في الفترة الحالية، ويمكن حساب نسبة التداول بقسمة الأصول المتداولة لموجودات المشروع الإستثماري على الخصوم المتداولة، وتقيم نتيجة هذه النسبة بعدد المرات

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة لموجودات الصكوك}}{\text{الخصوم المتداولة لإلتزامات الصكوك}}$$

بشكل عام، إذا كانت نسبة التداول للمشروع الإستثماري للصكوك أكبر من 1 وأقل من 2، فهذا يعني أن الشركة مهيئة لتغطية إلتزاماتها ومصاريفها التشغيلية قصيرة الأجل، أما إذا كانت نسبة التداول أعلى بكثير، فهذا ربما يدل على عجز إدارة المشروع عن إستثمار موجودات الصكوك، مما قد ينعكس سلبياً على عوائد المشروع في المستقبل، فمن المهم مقارنة نسبة تداول المشروع الإستثماري للصكوك مع نسب التداول لدى المشاريع والشركات المنافسة الأخرى العاملة في القطاع نفسه، وكذلك مع متوسط نسب التداول للشركات العاملة في كامل القطاع.

ب -نسبة التدفقات النقدية التشغيلية **Operating Cash Flow Ratio** : وتبين هذه النسبة عدد مرات قابلية التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية للمشروع الإستثماري موضوع الصكوك على تغطية إلتزاماته المتداولة، وهو مؤشر على قدرة المشروع الإستثماري للصكوك على تسديد الفواتير والعوائد الدورية لحملة الصكوك من واقع السيولة النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية دون اللجوء إلى تسييل الأصول.

$$\text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية} = \frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الخصوم المتداولة لإلتزامات الصكوك}}$$

ونرى أن هذه النسبة تعطي صورة أكثر وضوحاً عن قدرة المشروع الإستثماري موضوع الصكوك على تسديد كل من إلتزاماته وعوائد حملة الصكوك¹.

بالإضافة إلى هذه النسب فهناك نسب أخرى لقياس السيولة، إلا أنه يعاب على هذه النسب كما ذكرنا سابقاً أنها لا تمثل مؤشراً لمدى النجاح أو الفشل الذي قد يتعرض له مشروع الصكوك مستقبلاً، وتعتبر هذه الإجراءات والقواعد الإرشادية والأساليب مناسبة، لمعالجة مخاطر السيولة من جهة المنشأة مصدرة الصكوك.

الجانب الثاني: يتعلق بعلاج مخاطر السيولة من جهة حملة الصكوك، والذي يرتبط وله علاقة كبيرة بالمنشأة مصدرة الصكوك، إذ يتطلب منها:

- 1 -إعداد دراسات فنية وافية بهدف تحديد وتقييم التغيرات التي قد تطرأ على ظروف السوق، والتي لها تأثير كبير على مدى قدرة حامل الصك لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة الإسمية.
- 2 -إدراج إصدارات الصكوك الإسلامية في عدة أسواق مالية، منها أسواق الدول الرائدة والمتطورة في مجال الصناعة المالية الإسلامية، التي تتميز بالعمق والتنوع في الصكوك المدرجة بها، بهدف قدرة حامل الصك على سرعة تداولها وتسييلها.
- 3 - لا بد من الأجهزة المختصة في الدول الإسلامية وغيرها من الدول أن تسمح بإصدار صكوك في أسواقها المالية أو إنشاء سوق ثانوية لتداول الصكوك وأدوات الدخل الثابت، وهو ما يتطلب وجود نظام إصدار وتداول متكامل ومتطور لضمان ثقة المستثمرين وإستمرارية المحافظة على نمو هذه الصناعة مع ضرورة تطوير بيئة

¹ حسن أبوولدة، قراءة القوائم المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، فلسطين، 2007، صص 19-20. بتصرف

مرنة ومتصلة تشجع وتسهل التسجيل والتعامل بالوسائل الإلكترونية بالتداول والتسويات تسمح للمستثمرين بسرعة تسهيل صكوكهم¹.

رابعاً - علاج مخاطر معدل العائد: لعلاج مخاطر معدل العائد يمكن إتباع مجموعة من المبادئ الإرشادية لإدارتها، منها:

1- يجب على المنشأة مصدرة الصكوك أن يكون لديها نظم ملائمة لتحديد وقياس العوامل التي تؤدي إلى مخاطر معدل العائد.

2- عند حساب معدل العائد يمكن للمنشأة مصدرة الصكوك استخدام طريقة الفجوات لتوزيع المراكز الإستثمارية لموجودات الصكوك وفقاً للفترات الزمنية المتبقية حتى تواريخ إستحقاقها أو تواريخ إعادة التسعير، أيهما يكون أقرب أجلاً، حيث تصنف موجودات الصكوك ذات المعدل الثابت والمتغير وفق مواعيد إستحقاق الذمم، لأن العوائد من هذه الذمم تمثل ملكية موجودات حملة الصكوك المباشرة والنفعية، ويمكن أن تدل التدفقات النقدية الفعلية على فجوة في فترة زمنية محددة، مما قد يؤثر على معدل العائد لتلك الفترة، وقد تستخدم تلك المؤسسات أساليب تتفاوت من الفجوة البسيطة إلى أسلوب المحاكاة المتقدم أو الأساليب الديناميكية لتقييم تغير التدفق النقدي في المستقبل وصافي الدخل، ويعتمد ذلك على مدى تعقيد وطبيعة الصكوك المصدرة للمنشأة، وقد توفر التقديرات المستقاة من أساليب مختارة توقعات تقريبية مقبولة لتغير الأرباح الدورية المستقبلية، مما يؤدي إلى ظهور مستويات مختلفة للعوائد المتوقعة لحملة الصكوك.

3- يبرر قياس مخاطر العائد أهمية توقع التدفق النقدي للصكوك عندما يطلب من المنشأة المصدرة للصكوك محاكاة وتقييم الأنماط السلوكية لأجال الإستحقاق لديها، وكذا الإفتراضات الضمنية والمؤشرات التي ينبغي مراجعتها دورياً للإستمرار في الإعتماد عليها، وعند تحديد نوع ومدى السلوك المتوقع لتلك المنشأة تراعي الأهمية النسبية للمخاطر المحتملة على الأرباح المستقبلية، وفائدة المعلومات التي يتم الحصول عليها.

4- على المنشأة مصدرة الصكوك أن تتحقق من فهمها للخصائص المختلفة لأوضاع مراكزها المالية بالنسبة للعمليات المختلفة والبلدان التي تعمل فيها، عند تقييم ما إذا كان للخطر المحتمل أثر ذو أهمية نسبية على وضع مركزها المالي.

5- على المنشأة مصدرة الصكوك استخدام أساليب قائمة المركز المالي لتصغير حجم تعرضها للمخاطر، وذلك بإتباع إستراتيجيات (على سبيل المثال لا الحصر) مثل: تحديد وتنوع نسب معدلات الأرباح المستقبلية وفق توقعات ظروف السوق.

6- ولعلاج المخاطر التجارية المنقولة على المنشأة مصدرة الصكوك أن تضع سياسة وإطاراً لإدارة توقعات حملة الصكوك، وعندما تكون معدلات عوائد حملة الصكوك في المؤسسات المنافسة أعلى من تلك التي تقدمها المنشآت مصدرة الصكوك لحملة الصكوك لديها، فإنه يتعين عليها تقييم طبيعة ومدى توقعات أصحاب الصكوك لديها، ومدى حجم الفجوة بين معدلات المنافسين والمعدلات المتوقعة لدى حملة الصكوك في تلك المؤسسات.

7- تحتاج المنشآت المصدرة للصكوك الإسلامية إلى إتخاذ قرار مدروس، وإستمرار العمل بموجبه بشأن المستوى المناسب لأرصدة احتياطي معدل الأرباح، مع الأخذ في الإعتبار أن المهام الأساسية لهذا الإحتياطي تتمثل في التخفيف من التعرض للمخاطر التجارية المنقولة، من خلال تعزيز عوائد الصكوك إذا كانت أقل من التي

¹ نخولة فريز النوباني، الصكوك... تجارب عالمية، مرجع سابق، ص ص 7-8. بتصرف

يقدمها المنافسون، ويشير هذا الأمر ضمناً إلى أن هناك سنوات يرتفع فيها رصيد هذا الإحتياطي، وسنوات أخرى يتراجع فيها، حسب عوائد الدورية المحققة لإستثمارات الصكوك¹.

المطلب الثاني: علاج مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية:

تتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر هي في الغالب مخاطر كامنة في صيغ التمويل التي تختارها المنشأة لتكون أساساً لإصدار الصكوك.

وقد يحدث نتيجة إصدار الصكوك بهذه الصيغ بعض الخطر اليسير الذي لا يمكن تجنبه وهذا لا شيء فيه، لكن قد تواجه صيغ التمويل التي تصدر الصكوك على أساسها الكثير من المخاطر، وبطبيعة الحال ستتأثر هذه الصكوك بمخاطر صيغة التمويل التي صدرت على أساسها، وتزداد شدتها خاصة عند سوء إختيار الصيغة التمويلية المناسبة التي يطرح بها الصك.

وفي هذا الإطار، سنحاول من خلال ما يلي التعرف على بعض الطرق لعلاج مخاطر الصكوك الكامنة في صيغ التمويل الإسلامية، وفيما يلي تفصيل ذلك.

أولاً- علاج مخاطر صيغ التمويل الإسلامية بالطرق التقليدية: هناك طرق تقليدية يمكن من خلالها علاج هذه المخاطر ومن تلك الطرق ما يلي:

1 - يمكن أن يساعد أي نظام ملائم للإفصاح للمنشأة المصدرة مثل نظام كاملس CAMELS* للمراقبة والذي

يعتبر جزءاً متكاملماً مع الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية، ومقترن مع المعايير المحاسبية الملائمة في التغلب على عدم الشفافية المتأصلة في بعض مظاهر الصيرفة الإسلامية، من أجل التقييم الأفضل للمخاطر الخاصة والمحيطة بعملية إصدار الصكوك الإسلامية.

2 - قبل التوجه لنظام التقاضي الرسمي: يمكن تسوية النزاع عند حصوله بين المنشأة المصدرة وحملة الصكوك و/أو العميل بإتفاق الأطراف على كيفية تسوية المنازعات على حدوثها، ويكون موضحاً ذلك في العقد مثل الإعسار أو المماثلة في السداد خاصة عند عدم إمكانية إعادة جدولة الديون على أساس تعديل هامش للتمويل الإسلامي الشرعي.

3 - من أجل تخفيف مخاطر تخلف العميل عن السداد:

أ - لا يكون ذلك عند توقيع العميل على شيكات بدون رصيد تستخدمها المنشأة ضد العميل عند تخلف عن السداد، وذلك لمخالفة هذه الطريقة للأنظمة التي تمنع إستخدام الشيكات في غير ما أعدت له.

ب - تخريم العميل القيمة الفعلية للضرر من الخسارة التي تتكبدها المنشأة مصدرة الصكوك من جراء التخلف عن السداد التي قد تتعدى في أسوأ أحوالها إلى حملة الصكوك، ويتم ذلك بما يتناسب مع ضوابط الشريعة الإسلامية.

¹ بالإعتماد على: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، مرجع سابق، ص 41-43. بتصرف

* يسمح نظام التصنيف كاملس (CAMELS) بنوافذ إسلامية في المصارف التقليدية وبالإشراف الموحد معاً، وقد إستخدمته المصارف الماليزية، وتتم فيه الرقابة بواسطة المصرف المركزي الماليزي، وهو يسمح بتطبيق متطلبات رأس المال والمبادئ الأساسية التي إعتدتها لجنة بازل وكذلك المعايير المحاسبية الدولية فيه، ومن الضروري وجود هيئات شرعية منفصلة على المستوى المؤسسي في المصرف المركزي ولجنة مراقبة عمليات البورصة وسوق المال الإسلامية وترتيبات إدارة السيولة على أساس إسلامي، حيث تشترك وزارة المالية في رقابة المصارف والإشراف عليها. وتتكون عناصر نظام (CAMELS) للتصنيف من إختصار لأوائل الكلمات الإنجليزية الآتية (رأس المال Capital - الأصول Asset - الإدارة Management - العوائد Earnings - السيولة Liquidity - الحساسية للمخاطر السوقية Sensitivity)

- ج - رهن البضاعة المباعة لصالح المنشأة مصدرة الصكوك، أو رهن أوراق مالية مقابل قيمتها حتى تستطيع المنشأة إستيفاء حقها من العميل عند التخلف عن السداد، وذلك برهن العين دون الوثائق.
- د- يمكن تضمين العقود، أنه في حالة تخلف العميل المماطل عن السداد ، لأي قسط مستحق عليه في تاريخه، فإنه يسقط حقه في التقسيط، وتحل الأقساط اللاحقة فوراً دون حاجة لإنذار أو تنبيه.

ثانياً- علاج مخاطر صيغة المضاربة: يتم علاج مخاطر المضاربة بصورتين هما:

1 علاج مخاطر صيغة المضاربة بصورة عامة: وذلك من خلال ما يلي:

- أ - تقوية دائرة الإستثمار (مدير الإستثمار) للمشروع الإستثماري محل عملية التصكيك، وإمدادها بالكوادر المدربة على إدارة وتمويل ومتابعة إستثمارات الصكوك المصدرة.
- ب -إنشاء جهاز معلومات بدعم الإدارة العليا للمنشأة مصدرة الصكوك كمنشأة مستقل في الهيكل التنظيمي يوفر قاعدة بيانات عن جميع العملاء، مع الإستعانة والتعاون مع المنشآت المصدرة للصكوك الأخرى العاملة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لتوفير المعلومات التي قد لا تتوفر عندها.

2 -علاج مخاطر صيغة المضاربة بصورة خاصة: وذلك من خلال ما يلي:

- أ -علاج مشكلة الأخلاق المعنوية: مثلاً في صيغ المشاركة في الربح والخسارة يكون من الضروري للعملاء مبالغ كافية من رأس المال، حيث يعطي رأس المال والإحتياطي الكافي للمنشأة مصدرة الصكوك إطمئناً نفسياً لحملة الصكوك يمكن من خلاله كسب ثقتهم ضد أي شائعات يمكن أن تؤثر على أداء إستثمارات الصكوك، وقد تؤدي إلى الهرع بالتخلي عن الصكوك أو القيام بإستردادها، وأيضاً على المنشأة المصدرة التأكد من جميع بيانات مدير الإستثمار والبحث عن المعلومات الحقيقية عنه خاصة المتعلقة بالمشروع الإستثماري الممول بحصيلة الإكتتاب بصفته أجيراً أو وكيلاً للإستثمار، وإما بصفته مضارباً أو شريكاً عاملاً له حصة شائعة ومعلومة من الربح.

إستخدام المنشأة مصدرة الصكوك مختلف الحوافز لدفع المضارب والذي قد يكون ممثلاً بمدير الإستثمار لبذل أعلى جهد ممكن لإدارة المشروع وربط الحوافز بمقدار ونوع الجهد المبذول كما يلي:

- ✓ إذا كان الجهد عالياً وملاحظاً للمنشأة مصدرة الصكوك، فلا داعي لتقديم الحوافز وإنما يتم الإقتصار على دفع مرتبات عالية.
- ✓ إذا كان الجهد منخفضاً وملاحظاً أيضاً، فلا يتم تقديم أي حوافز.
- ✓ إذا كان الجهد عالياً وغير ملاحظ، فهنا ينبغي تقديم مزيد من الحوافز لدفع الوكيل إلى بذل قصارى جهده للنجاح.

ولكن بما أنه لا يتم تحديد أجر معين لمدير الإستثمار بصفته مضارباً بل يتوقف على ما يحصل عليه من العائد الكلي للعملية الإستثمارية، حيث يحصل على نسبة مئوية متفق عليها مسبقاً من إجمالي العائد الكلي المتحقق في نهاية الدورة المالية، لذلك فمن الصعب تطبيق تلك الفكرة على الصكوك القائمة على صيغة المضاربة، ولكنها تكون أكثر نجاحاً متى تم تطبيقها على الصكوك القائمة على صيغة الوكالة أو الإجارة أو الصيغ الأخرى التي يحصل العامل فيها على أجر محدد مسبقاً من بداية العقد¹.

¹ عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 204. بتصرف

ومن المقترحات لمعالجة هذا النوع من المخاطر كذلك¹:

- ✓ العمل على سن القوانين التي تحمي أطراف العقود المستمدة من الشريعة الإسلامية، التي تحمي الحقوق في عقود المضاربة والمساواة والمزارعة وأنواع المشاركات وذلك بمعاينة من تثبت خيانتها عقاباً يكون رادعاً لأمثاله.
 - ✓ إعطاء الأفضلية في التعاقد للمؤسسات التي تحرص على ضبط حساباتها ودفاترها بإشراف المراجعين ذوي السمعة الحسنة.
 - ✓ الحرص عند صياغة العقود التي تتضمن قدراً كبيراً من المخاطرة الأخلاقية على تضمينها جزاءات مناسبة تدفع المتعاقد إلى الالتزام بنوع السلوك المفترض في أمثاله إما بسبب أخلاقه العالية أو خوفاً من العقاب.
 - ✓ تشجيع الطرف الآخر في العقد (المضارب في عقد المضاربة) على الالتزام بالأمانة وذلك بالنص على أن ما تحقق من ربح يزيد عن النسبة المتوقعة في دراسة جدوى المشروع يتنازل رب المال عن حصته فيه.
 - ✓ تبني صيغة لتوزيع الأرباح تولد حافزاً على الجد والاجتهاد لدى الطرف الآخر.
 - ✓ (القائمة السوداء) العمل على بناء قاعدة معلومات تتوفر فيها كافة البيانات عن عملاء المؤسسات المالية، بحيث تستفيد كل مؤسسة مالية من تجارب الآخرين.
- ب - علاج مشكلة سوء الإنفاق:** ويكون علاج سوء الإنفاق بأن تقوم جهة الإصدار ممثلة بوكيل الإصدار - عادة يتمثل في الشركة ذات الغرض الخاص SPV - بالرصد المستمر لجميع تصرفات المضارب (في حالة المقاوله من الباطن) ، كإدخال أصول تزيد من مخاطر الصكوك إلى أكثر مما هو متفق عليه، في إطار حمايتها لمصالح حملة الصكوك.
- ج - علاج مشكلة سوء الإنتقاء:** على وكيل الإصدار المسؤول عن حماية مصالح حملة الصكوك، ومن أجل تقليل مشكلة الإختيار العكسي سواءاً تعلق الأمر بالوكيل أو المضارب أو الشريك الذي يتولى إدارة المشروع، إستخدام المؤشرات السوقية* والتي تساعد في معرفة مزايا المشروع، ومدى كفاءة المضارب أو الوكيل في إدارة المشروع الممول من حصيلة الصكوك.

ثالثاً - علاج مخاطر صيغة الإجارة: يكون علاج مخاطر الصكوك الكامنة في صيغة التمويل بالإجارة عبر ما يلي:

- 1 - من خلال قسط التأمين الذي يحول التكلفة غير المعروفة إلى تكلفة مقدرة محسوبة منذ إنشاء عقد التأمين، وبالتالي فإن تأثير عامل التوقع في تكلفة الصيانة منخفض، بحيث يمكن إخضاعه لمبادئ التوقع الطبيعي الإعتيادي، وإحتساب تكلفة له يضاف إلى إيراد الصك.
- 2 - بأن يكون لدى المؤجر بديل يستأجر الأصل مرة أخرى، أو يقوم بشرائه، وغالباً ما يقوم المؤجر بإيجاد شبكة علاقات مختلفة له مع المستخدمين المحتملين.

¹ محمد علي القرني، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص5

* المؤشرات السوقية: الإستنتاجات التي يمكن الوصول إليها من خلال تصرفات معينة تصدر من المضارب بطريقة مقصودة. كما يمكن من خلالها إستنتاج مدى كفاءة المضارب على إدارة المشروع،

والخبرات التي يمتلكها، والمعلومات الأخرى المتوفرة عند المضارب والمشروع بشكل عام

رابعاً- علاج مخاطر صيغ السلم: تكون تقلبات الأسعار دافعاً لعدم الوفاء بالالتزامات التعاقدية: لذلك يمكن أن يكون هناك إتفاق بين الطرفين على التفاوضي عن نسبة محددة من تقلبات السعر، وما زاد على ذلك يقوم الطرف المستفيد بتعويض الطرف المتضرر¹.

خامساً- علاج مخاطر صيغة المربحة: لكل حالة من مخاطر صيغ المربحة والتي تتعكس على عوائد حملة الصكوك، معالجة خاصة وهي كما يلي²:

- 1 -عدم مطابقة السلعة للمواصفات: تكون معالجته عن طريق التأمين على البضاعة وهو ما يجري عليه العمل عادة.
- 2 -تذبذب سعر الصرف: تكون معالجته بأن يتعهد العميل بتحمل فرق العملة إذا ظهر عند دفع الثمن للمورد أنه أكثر مما تم تقديره، وذلك على أساس أن المخاطر الناشئة عن إختلاف صرف عملة بعملة أخرى هي مخاطر إضافية خارجة عن صيغة المربحة، فيمكن للعميل أن يضمن ذلك الفرق.
- 3 -رفض العميل أخذ السلعة التي أمر بشرائها: تكون معالجته بدفع عربون مقدماً، يعبر عن جدية العميل كشرط أساسي في العقد، أو أن يتم معالجتها بإلزام العميل في العقد بشراء السلعة محل العقد وقت توريدها.
- 4 -عدم حيازة السلعة محل العقد: تكون معالجته من قبل الجهة المصدرة للصكوك، بحيازة السلعة شكلياً ولبعض الوقت أو بإختيار العميل وكلياً عنه خارج أطراف عملية التصكيك لحيازة السلعة، علماً بأن روح العقد وأساسه الذي بموجبه تمت أجازته شرعاً هو مسؤولية الجهة المصدرة للصكوك وحملة الصكوك في مخاطر ملكية السلع.
- 5 -التخلف عن السداد بسبب ماطلة العميل: يمكن معالجة هذا النوع من المخاطر بما يلي:
 - أ -تصميم مجموعة من الإجراءات التي تتضمن عقوبة تردع المماطلين دون أن تؤدي إلى الربا المحرم، منها فكرة غرامات التأخير على كل ماطل، وإنشاء صندوق خاص تصب فيه هذه الغرامات، ويوجه إلى أعمال البر والخير، وهنا يتحقق هدف الردوع الضروري لحسن سير المعاملات المالية، دون أن يتحقق الربا فلا يستفيد منها الدائن حتى لا تؤول إلى الربا، وجاء بالمعايير الشرعية لهيئة والمحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بهذا الشأن مايلي³:
 - «يجوز إشتراط حلول الأقساط جميعها إذا تأخر المدين المماطل عن سداد قسط منها. والأولى أن لا يطبق هذا الشرط إلا بعد إشعار المدين ومضي مدة مناسبة لا تقل عن أسبوعين».
 - «إذا كانت العين المبيعة في حالات المربحة قائمة بحالتها التي كانت عليها، وكان المشتري ماطلاً في أداء الثمن، ثم أفلس، فإن البائع (المؤسسة) يحق له استرداد العين المبيعة، بدلاً من الدخول في التقلية».
 - «يجوز أن ينص في عقود المداينة؛ مثل المربحة، على التزام المدين عند المماطلة بالتصدق بمبلغ أو نسبة بشرط أن يصرف ذلك في وجوه البر بالتنسيق مع هيئة الرقابة الشرعية للمؤسسة». وكذلك فقد تضمنت الجزاءات المعنوية للمماطلة، حيث ورد في ذات المعيار: « يحق للمؤسسة إدراج اسم المدين المماطل في قائمة العملاء غير المرغوب في التعامل معهم

¹ عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 205-208، بتصرف.

² أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 206

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد رقم (03) المدين المماطل، مرجع سابق، ص 26

(القائمة السوداء)، وتحذير المؤسسات الأخرى منه، سواء عند استفسارها عنه أم مباشرة بتبادل المؤسسات لتلك القوائم.»

ب - معاقبة المدين المماطل بإلزامه بقرض الدائن مبلغاً مساوياً للدين الذي ماطل في سداده ولمدة مساوية لمدة المماطلة¹.

ج - إقتصار التمويل والتعاملات مع الفئات ذات ملاءة عالية وتصنيف إئتماني جيد كالحكومات مثلاً في حالة إصدار الصكوك القائمة على المداينات.

سادساً - علاج مخاطر صيغة الإستصناع: وفق ما يلي:

- بالنسبة لمخاطر عدم الوفاء بالموصفات: تكون معالجته بالإتفاق والإختيار السليم لمكتب هندسي يكون حكماً بين المنشأة مصدر الصكوك والمقاول، بحيث تكون شهادته بإتمام المراحل بالموصفات المتفق عليها ملزمة للجميع. كما يمكن تعيين لجنة مراقبة وتكون هذه اللجنة مكونة من أعضاء من حملة الصكوك.
- مخالفة المواصفات: تكون معالجته بفرض غرامة على المخالفات لتلك المواصفات حيث أجاز العلماء بنذ الجزاء في العقد.
- التخلف عن تسديد الإلتزامات المالية: يتم معالجة ذلك بالإتفاق على سداد القيمة المالية على مراحل مختلفة بدلاً من السداد دفعة واحدة عند بداية تنفيذ العقد، أي التقدم المتوازي في سداد القيمة وفي تنفيذ الأعمال المتفق عليها².

المطلب الثالث: علاج المخاطر التشغيلية

نظراً للطبيعة المعقدة لمخاطر التشغيل، فإنه يصعب تحديد حجمها، ومعظم أدوات قياس مخاطر التشغيل غير مطورة وتخضع للتجربة، لذلك تعتبر إدارة هذه المخاطر على درجة من الصعوبة، وتحتاج إدارة المنشأة المسؤولة عن إدارة المخاطر التشغيلية أن تؤسس لمعايير إدارة المخاطر ولمواجهات واضحة يتم تطبيقها للإقلال من مخاطر التشغيل، ولإيجاد هذه المعايير والمواجهات يجب أن يؤخذ في الحسبان كل ما له صلة بمخاطر التشغيل.

وطالما أن هناك عدداً من المصادر التي تنشأ منها مخاطر التشغيل³، يتعين على المنشأة أن تراعي المجموعة الكاملة لهذه المخاطر التشغيل ذات الأهمية التي تؤثر على عملياتها، بما في ذلك مخاطر الخسارة الناتجة عن عدم كفاية أو إخفاق الإجراءات الداخلية والأشخاص، والنظم، أو الناتجة من أحداث خارجية، مع الأخذ في الإعتبار الأسباب المحتملة للخسارة الناتجة عن عدم الإلتزام بالشريعة.

أولاً- المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر التشغيل:

تتمثل المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر التشغيل حسب ما جاءت بها وثيقة مجلس الخدمات المالية الإسلامية (المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات عدا المؤسسات التأمينية التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية) في ديسمبر 2005م، على ما يلي⁴:

- 1 - أن يكون لدى مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أنظمة وضوابط كافية، بما في ذلك هيئة شرعية (مستشار شرعي) لضمان الإلتزام بالشريعة.

¹ محمد علي القرني، عرض لبعض مشكلات الصكوك، مرجع سابق، ص 3

² عادل أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص 207. بتصرف

³ طارق خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 45-46. بتصرف

⁴ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، مرجع سابق، ص 43-46

- 2 - يجب أن تكون لدى المنشأة المصدرة للصكوك آليات ملائمة لحماية مصالح جميع حملة الصكوك وفي حال خلط أموال حملة الصكوك مع الأموال الخاصة بالمنشأة المصدرة للصكوك، يتعين على تلك المنشأة أن تتأكد من وضع أسس لتحديد الموجودات التي تقوم عليها الصكوك، والإجراءات والمصاريف وتوزيع الأرباح والعمل على تطبيق هذه الأسس وإعداد تقارير عنها بطريقة متسقة مع المسؤوليات الإستثنائية لتلك المنشأة.
- 3- وضع إطار عمل شامل وسليم لتطوير وتنفيذ بيئة رقابية إحترازية لإدارة مخاطر التشغيل الناشئة عن أنشطة إستثمارات الصكوك.
- 4- تنفيذ إطار العمل المذكور أعلاه بشكل متناسق على كافة مستويات هياكلها التنظيمية، بحيث يفهمه جميع المتعاملين ذوي العلاقة في المشروع الإستثماري للصكوك.
- 5- ضرورة القيام بمراجعات دورية لإكتشاف أوجه الخلل في التشغيل ومعالجتها، ويجب أن تشمل المراجعات والتقييم لنظم الرقابة الداخلية على إجراء تدقيق مستقل للعمليات، وعملية التقييم يقوم بها مدققون داخليون أو خارجيون.

ونحاول من خلال ما يلي طرح طرق لعلاج مصادر مخاطر التشغيل في الصكوك الإسلامية

ثانياً- علاج مخاطر عدم الإلتزام بالضوابط الشرعية بشكل عام:

- يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية، حيث أن وجودها في المنشأة مصدرة الصكوك تعتبر من المؤشرات التي تدل على الإلتزام بالضوابط الشرعية والمصادقية الشرعية للصكوك الإسلامية، التي من مهامها إعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسه الصكوك عند الإصدار، ومراجعة النماذج وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية¹.
- ومن المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر عدم الإلتزام بالضوابط الشرعية.
- أنه يجب أن يكون لدى المنشآت مصدرة الصكوك أنظمة وضوابط كافية بما في ذلك هيئة شرعية لضمان الإلتزام بالشرعية.
- يجب التأكد من الإلتزام في جميع الأوقات بأحكام الشريعة، حسبما تحدده الهيئات الشرعية في البلد الذي تعمل فيه المنشأة مصدرة الصكوك.
- يجب أن تتأكد المنشأة مصدرة الصكوك أن وثائق عقودها تتفق مع الشريعة، وذلك فيما يتعلق بصيغة العقد، وإنهائه والأمور التي تؤثر على أدائه، مثل الإحتيال والتضليل، والإكراه، أو غير ذلك مما يمس الحقوق والإلتزامات.
- على المؤسسات المصدرة للصكوك أن تجري مرة واحدة سنوياً على الأقل، مراجعة لمدى إلتزامها بالشرعية، تتولها إدارة رقابة شرعية مستقلة أو أن تتم كجزء من مهام التدقيق الداخلي أو الخارجي، يقوم بها ذوو المعرفة والخبرة اللازمة لذلك الغرض، وتهدف تلك المراجعة إلى التأكد من أن طبيعة الموجودات محل عملية التصكيك، وأن مختلف العلاقات والعقود والعمليات الأخرى في إصدار الصكوك وتداولها وإطفاؤها، يتم تنفيذها وفق الشريعة حسبما تحدده الفتاوى، والسياسات والإجراءات التي تقرها هيئة الرقابة الشرعية في المنشأة.

¹ - زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، ورقة بحث مقدمة إلى: International Conference on Islamic Banking and Finance: Cross Border Practices And Litigation, Malaysia 1, (15-16 June 2010), P1

- الحفاظ في سجل عن الدخل غير المحقق الناشئ عن عدم الإلتزام بالشرعية، وتقييم احتمال حدوث حالات مشابهة في المستقبل، وبناءً على المراجعات السابقة، والمجالات المحتملة التي قد يحدث فيها عدم الإلتزام بالشرعية، يمكن للمنشأة أن تقدر حجم الأرباح المحتملة التي لا يمكن إثباتها أرباحاً جائزة¹.
- لمعالجة مخاطر الخلافات الشرعية وتضارب الفتاوى بخصوص صناعة الصكوك الإسلامية، يتطلب ضرورة الإسراع أن يكون هناك حد أدنى للإتفاق الفقهي حول الضوابط الأساسية لتكون إصدارات الصكوك موافقة للشرعية، وذلك حتى لا تتخذ الإختلافات الفقهية الطبيعية ذريعة لإعتماد تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.
- أن تتولى اللجان الشرعية إهتماماً مضاعفاً بهياكل الصكوك وأن يتم التأكد من الهيكلة "الحقيقية" وليس "الصورية" التي يقوم عليها إصدار الصكوك².
- ولدرء مخاطر تعارض المصالح بسبب حصول أعضاء الهيئات الشرعية على مكافآت وإستقلالية الفتوى:
 - ✓ أن تكون المكافآت المالية لأعضاء الهيئات الشرعية محددة ومعلومة من قبل الجمعية العمومية، سواء في شكل مبلغ مقطوع أو مكافأة شهرية مرتبطة بعدد الإجتماعات. وأن لا تتغير هذه المكافآت إلا عند التجديد.
 - ✓ أن تعتمد هذه المكافآت من قبل الجمعية العمومية أو من مجلس الإدارة في حال عدم وجود جمعية عمومية.
 - ✓ ينبغي أن لا تكون هذه المكافآت مربوطة بالنتائج التي يحققها المشروع الإستثماري موضوع الصكوك مثل نسبة من الأرباح التي يحققها المشروع، أو نسبة نموه أو نحو ذلك.
 - ✓ ينبغي أن يتضمن التقرير الذي يرفعه أعضاء الهيئة الشرعية للجمعية العمومية إفادة عن المكافآت المالية التي حصلوا عليها من أمين الإستثمار أو من مختلف أعضاء الإدارة التنفيذية للمؤسسة العاملة في مجال التصكيك.
 - ✓ على الهيئة الشرعية عدم قبول أية مكافآت سوى ما جرى إعتماده من قبل الجمعية العمومية.
- لعلاج مخاطر التعارض بين مبدأ السرية وحق أعضاء الهيئات الشرعية في الإفتاء لأكثر من جهة، فيقترح ما يلي:
 - ✓ إقتصار عمل أعضاء الهيئات الشرعية على جهات محددة لا يزيد على الخمس بشرط أن يكون ثلاثة منها غير متنافسة (مثلاً بنكين، شركة تأمين، شركة عقارية، شركة مالية)، ومنهم من حدد العدد بثلاثة فقط، إذ أراد العضو أن يكون عطاؤه جيداً ومتوازناً، صحيح أن هناك مشكلة اليوم تتمثل في عدم وجود العدد الكافي من الفقهاء المؤهلين الذين يمكنهم القيام بمهمة الفتوى، ولكن هذا لا يمنع ولمصلحة تطور الصناعة، من العمل على درء مثل هذا التعارض في المصالح عن طريق بذل الجهد لإعداد جيل جديد من الفقهاء يتدربون بجوار الفقهاء الحاليين.
 - ✓ أن يجري تضمين الميثاق الأخلاقي لأعضاء الهيئات الشرعية تفصيلاً واضحاً لتلك الموضوعات التي يجب على أعضاء الهيئات الشرعية المحافظة عليها وعدم إفشائها.

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات، مرجع سابق، ص 45-46. بتصرف.

² عمار عودة، إخفاق، إعمار بعض إصدارات الصكوك، مرجع سابق، ص 18

- ✓ أن يتضمن الميثاق الأخلاقي لأعضاء الهيئات الشرعية نصوصاً واضحة تبين المسؤولية المترتبة في حال ثبوت إفشاء أحد أعضاء الهيئات الشرعية لسر من الأسرار المضمنة في القانون.
- ✓ لقد ذهب بعض الباحثين إلى القول بأن درء مثل هذا التعارض إنما يكون بالثقة والأمانة من قبل أعضاء الهيئات الشرعية، وهذا صحيح، ولكن وجود تعارض المصالح ينشأ عنه إنطباع عام لدى الأطراف المختلفة في عملية التصكيك ولدى عامة الناس ولذا يكون درؤه عن طريق وسائل عملية تسهم في بناء الثقة.
- أما لدرء التعارض الناشئ في المصالح بسبب مساهمة أعضاء الهيئات الشرعية في ملكية المؤسسات المفتى لها، ينبغي إصدار قانون ينظم الأمر ويوضح الحد الأعلى لنسبة المساهمة الذي يعتبر مؤثراً في قرار عضو الهيئة، ولا ينبغي أن يترك هذا الأمر مبهماً كأن يقال يجب أن لا تكون نسبة المساهمة كبيرة أو مؤثرة، كما ينبغي لأعضاء الهيئات الشرعية الإفصاح عن مساهماتهم في المؤسسات الذين هم أعضاء في هيئاتها الشرعية تحقيقاً لعنصر الشفافية، وذهب البعض الآخر أنه يستحسن أن لا يكون مساهما أصلاً.
- لعلاج مخاطر التعارض بسبب حق الإطلاع على المعلومات الداخلية وإمكانية الإستفادة منها، أنه من الضروري أن يتضمن معيار تضارب المصالح بياناً لتلك المعلومات التي لا يجوز لعضو الهيئة الإستفادة منها، وأن يعلن ذلك بكل شفافية حتى يمكن توطيد الثقة في أعضاء الهيئات الشرعية وفي المؤسسات المالية الإسلامية. ويندرج تحت هذا الأمر أيضاً مدى جواز دخول أعضاء الهيئات الشرعية في مشاريع إستثمارية التي تمثلها الصكوك المصدرة التي يفتون لها، هذا وإن كان جائزاً في الأصل ، إلا أنه أيضاً مضنة التهمة، وينبغي أن يكون له نظام يوطره ويبين أبعاده¹.

ويرى أحد الباحثين: أن على أعضاء الهيئات الشرعية ضرورة الحرص على وجود مسافة كافية بينهم وبين المؤسسة التي يشيرون عليها أو يراقبونها، وأن يتنزها عما في يد تلك المنشأة من الأموال والثروات وأن يكون كل واحد منهم قليل الحاجة إليها وإلى العاملين فيها، وأن يتحاشى إستخدام مكانته المرموقة في تحقيق منافع لنفسه أو لغيره حتى لو بدا أن تلك المنافع إنما هي من باب المساعدة وعون المسلم لأخيه².

ثالثاً - علاج المخاطر الإدارية:

للتقليل من فرص التعرض لهذا النوع من المخاطر، لا بد على المؤسسة البادئة بالتصكيك (المنشئ) أن تختار الهيئة الإدارية وموظفيها (في حالة أنها هي التي تتولى تأسيسها)، وكذا العملاء بعناية ووفق معايير سليمة كالإعتماد على هيئة الرقابة الشرعية في الإختيار وبحضور أعضاء من حملة الصكوك، ووفق إجراءات منها على سبيل المثال لا الحصر:

- حسن إختيار الهيئة الإدارية التي تتولى تنظيم العملية الإستثمارية ومراقبة سير الصكوك ومؤثراتها، ويجب أن يتوفر في مديرها المواصفات التالية:

- ✓ أن يكون المدير ملماً بالقواعد المالية الإسلامية، حتى لا يقع في المحذور.
- ✓ حسن سيرته من خلال شهادات تثبت صحة ذلك.

¹ موسى آدم عيسى، تعارض المصالح في أعمال هيئات الرقابة الشرعية، مرجع سابق، ص ص 19-24

² القري محمد علي، إستقلالية أعضاء الهيئات الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 29-30/10/2006م، ص 14، نقلاً عن: موسى

آدم عيسى، تعارض المصالح في أعمال الهيئات الشرعية، مرجع سابق، ص 26

✓ تشريك حملة الصكوك في مراقبة الأعمال الإدارية وسلوك المدير، من خلال لجنة تمثلهم، كما يمكن لحملة الصكوك أن يوكلوا طرفاً آخر مستقل للقيام بواجب المراقبة.

وسبق أن مخاطر الإدارة في أحد شقيه مخاطر أخلاقية، أما الشق الآخر من المخاطر الإدارية يتمثل في إتخاذ قرارات خاطئة نظراً لقلّة الخبرة والكفاءة المطلوبة، ونظراً لخطورة هذه المخاطر، فإنه يجب إتخاذ كل الوسائل للوقاية منها، ويمكن ذلك بالإضافة إلى الإجراءات الوقائية السابقة:

- تعيين هيئة إدارية تمتلك الخبرة الطويلة في مجال إدارة موجودات الصكوك، حتى يتجنب إصدار قرارات خاطئة.
- تعيين مستشارين متخصصين في المجالات الإستثمارية المختلفة من شأنه أن يحد من المخاطر الإدارية وسوء الأخلاق، ويقلل من إنفراد مدير الهيئة الإدارية في إتخاذ القرارات بمفرده، وكلما كان القرار صادراً عن لجنة كان إحتمال كونه خاطئاً ضئيلاً¹.

بالإضافة إلى تلك الإجراءات الوقائية، يمكن الإعتماد على التدريب بإعتباره من أهم وأخطر سياسات إدارة الأفراد في المنشأة، حيث يمكن أن تكون سياسة تصحيحية وعلاجية لمخاطر أخطاء سوء التنفيذ وإدارة المشروع وكذا السياسات الأخرى.

ومفهوم التدريب هو عملية تعليمية قصيرة الأجل للأفراد لتعلم المعارف والمهارات لغرض محدد، كما أن مفهوم التنمية الإدارية هي عملية تعليمية طويلة الأجل لمدرّبين لأغراض عامة على مستوى المنشأة ككل، ويتم تحديد الإحتياجات التدريبية لأصحاب العيّنات الجديدة في وظائف قاعدة الهرم التنظيمي للمنشأة وأصحاب الوظائف الشاغرة في ضوء الإشتراطات الواجب توافرها في شاغريها، وتنمية المهارات غير المتاحة للعاملين في ضوء الدراسات والبحوث التي تعد عنهم، ونقل التطورات العالمية للعاملين.

وقد يكون التدريب داخلياً سواء من خلال المحاضرات أو من خلال تنقل العمالة بين المنشأة ووحداتها المختلفة لإكتساب الخبرات والمعارف اللازمة، وقد يكون التدريب خارجياً من خلال مراكز البحوث والدراسات والمعاهد المتخصصة خارج المنشأة، أو حتى خارج البلد يهدف إلى إدخال أساليب حديثة في العمل وإحداث تغييرات في طرق العمل السائدة، ومواجهة العجز في العمالة والرغبة في تعظيم كفاءة العاملين وترقيتهم.

فتطور المؤسسات المالية الإسلامية مرتبط بمدى كفاءة وتطور وقدرة الأطر (العاملين)، والذي يبقى متوقفاً على طبيعة تكوينهم الذي يجب أن يجمع بين علم الاقتصاد والمال والقانون الفقهي الجيد، كما يتوقف على تكوين الجهاز الإداري للمنشأة من خلال تدريب وإتباع مناهج علمية بالأسس وأساليب التمويل بالصكوك الإسلامية ومخاطرها، وأن يضم أفراداً منفتحين عاطفياً على فكرة التمويل الإسلامي وبحسوس بتقدير لهذه الفكرة ومغزاها الإسلامي لكي يشاركوا الأطراف الأخرى في عملية التصكيك، ومنها الإدارة العليا للمؤسسة البادئة للتصكيك الشعور بالمسؤولية ويعيشوا نفس الدوافع، الأمر الذي يؤثر على سير العمل ويحسنه ويضمن حركته دائماً بشكل مناسب، إضافةً إلى أن إيمان وأمين الاستثمار بأهمية نجاح المشروع الإستثماري يجعله حريصاً على كسب رضا المستثمرين (حملة الصكوك)، وهذا له علاقة في جذب المستثمرين في المستقبل في حالة وجود إصدارات جديدة وبالتالي توسع نطاق التعامل بالصكوك الإسلامية على الصعيد العالمي².

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 113-114. بتصرف

² رحيم حسن، ميلود زكري، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية من وجهة نظر رقابية، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع

والأفاق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 25-26 نوفمبر 2008م، ص 12-13، بتصرف

رابعاً - علاج المخاطر القانونية:

تعتبر المخاطر القانونية من أبرز تحديات ومن أهم مستجدات الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام وصناعة الصكوك الإسلامية بشكل خاص، ويتطلب علاجها قيام الدول التي تتعامل وفق الصكوك الإسلامية، بالإعتراف قبل كل شيء بعقود التمويل الإسلامية في قانونها المدني إذا لم يكن لها ذكر بإعتبارها الأساس التي تقوم عليه الصكوك الإسلامية عند إصدارها، ووضع قوانين خاصة بها لمعالجة عدم نمطية العقود المالية الإسلامية، مع العمل على إصدار تشريعات قانونية واضحة ومحددة لإصدارات الصكوك لا تحتاج لتأويل.

حيث يعتبر صياغة ووضع الإطار التشريعي أمراً له أهمية متميزة في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وبخاصة في مجال الإحتياجات الرسمية، وذلك بإعتبار الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولهذا تحتاج إلى تفصيل الإطار التشريعي لها لضمان توفير تنظيم التعامل بها، وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة، وحتى لا تتنازع الرؤى حوله، وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي.

كما أن من خصائص الصكوك الإسلامية أنها متنوعة بحسب العقد الذي تأسست عليه مثل السلم، والإستصناع، والإجارة بأنواعها (المؤقتة، المنتهية بالتملك)، والمضاربة، والمشاركة بأنواعها، والقرض الحسن، وكما أنها متنوعة من حيث غرض الإستخدام، ومجال التوظيف، والجهة المصدرة، والجهة المكتتبه... الخ، ولهذا يكون من المهم وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك.

ونظراً لحدثة التعامل بالصكوك الإسلامية، نحتاج إلى بناء عرف في الواقع العملي حولها، وهذا العرف يكون بضمان وحدة السلوك والتصرفات وشيوع المعرفة بها وضمان عدم الخروج عنها، ويكون أساس إرساء هذا العرف في البداية من خلال تحديد الإطار التشريعي الملائم المنظم لهذه الأداة المالية المستحدثة، حتى يتعود أطراف التعامل عليه، ومن ثم يصدر منهم بعد ذلك بتلقائية وبالالتزام ذاتي نظراً لتقنتهم في أن الإلتزام بقواعد الإطار التشريعي يضمن المحافظة على الحقوق المالية للأطراف، والإلتزام كل طرف بواجباته ومعرفة حقوقه بكل دقة ووضوح، ودخول سوق الصكوك الإسلامية بناءً على هذا الفهم والتصرف السلوكي. ومن النقاط الأساسية المقترحة في الإطار التشريعي للصكوك:

- 1 - إصدار إطار تشريعي وقانوني واضح ومحدد لإصدارات الصكوك يتبنى فيه روح المبادئ والضوابط الشرعية ومقاصدها، وذلك حتى يكون هناك توافق بين هذه المبادئ الشرعية من جهة والتشريعات القانونية من جهة أخرى، وأن تتضمن هذه التشريعات معالجة قانونية واضحة ومتفقة مع الشريعة لحالات التعثر، وهو ما يتطلب في الوقت الراهن من الفقهاء واللجان الشرعية تأصيل إخفاق الصكوك الإسلامية من الناحية الفقهية، وتحديد ضوابط محددة لإخفاق الصكوك بأنواعها المتعددة، تكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية.
- 2 - الإعتراف بشرعية الصكوك الإسلامية التي لا تتضمن أي نوع من أنواع الفائدة المحددة، وهذا يتم بتشريع يسمح للحكومات والشركات بإصدار صكوك إسلامية بأنواعها، وقد ينص على تحديد تلك الأنواع أو يترك المجال مفتوحاً لإستحداث أنواع جديدة ويكتفي بالتصريح بإصدار الصكوك، ونرى أن يتم السماح بإصدار هذه الصكوك دون تحديد أنواعها، وترك المجال مفتوحاً لإستحداث أنواع جديدة من تلك الصكوك.
- 3 - في حالة الصكوك ذات العائد المتغير، يجب الإشارة إلى القواعد التي تحكم تحديد هذا العائد وتوزيعه.
- 4 - الإعتراف بالصكوك كأداة مالية يمكن للبنك المركزي إستخدامها في عملياته في السوق المفتوحة سواء في جانب الأصول أو الخصوم.
- 5 - تحديد قواعد وضوابط إصدار الصكوك، وكذلك قواعد وضوابط تداولها بما يتوافق مع أحكام الشريعة، ووضع عقوبات على مخالفتها.

- 6 - وضع الإطار القانوني لإجراءات التقاضي في المنازعات حول الصكوك.
- 7 - وضع قواعد حاكمة لحماية حقوق حملة الصكوك ومنع التلاعب بحقوقهم وتنظيم نشاط الوسطاء والحيولة دون استخدام الصكوك الإسلامية لتمويل شركات وكيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين وتضيع مدخراتهم.
- 8 - علاج أحوال إسترداد الصكوك في أحوالها المختلفة، قبل إنتهاء أجلها، وعند الأجل، وكذلك قواعد تحويلها إلى أسهم أو غيرها من الأوراق المالية.
- 9 - وضع إطار كامل التشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، أي التنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك الإسلامية من جميع جوانبه، مثل قواعد التعامل، والوكالات المتخصصة في التقييم... إلخ¹.
- ولتحقيق هذه النقاط في الإطار التشريعي، لا بد أن يكون هناك على الأقل حد أدنى من الإنفاق الفقهي بين الفقهاء واللجان الشرعية ليسهل على الجهات المختصة وضع إطار تشريعي وقانوني واضح ومحدد ينظم العمل بالصكوك الإسلامية.
- خامساً- علاج مخاطر السمعة:** يمكن للمنشأة مصدرة الصكوك أن تعمل على إدارة هذه المخاطر من خلال مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تعزيز ثقة حملة الصكوك بها ومنها:
- 1 - عدم ممارسة أنشطة غير شرعية أو غير قانونية، أو الإستثمار في قطاعات غير مرغوب فيها.
- 2 - الإلتزام الكامل بالمتطلبات الشرعية لمختلف معاملات وعقود بين مختلف الأطراف المتعاملة في الصكوك الإسلامية².
- سادساً- علاج مخاطر أمنية المعلومات:** يجب على إدارة أمنية المعلومات في المنشأة المصدرة للصكوك أن تعمل على تصميم وتطوير أنظمة تتيح لها إمكانية تنفيذ إجراءاتها الأمنية بشكل يضمن تكامل هذه الأنظمة وتربطها ويدعم الأهداف التي كانت قد وضعتها، ولضمان سلامة عمليات المنشأة لا بد أن تضع نظاماً لحماية وكذلك السيطرة على منظومتها الحاسوبية والمعلوماتية ضمن أولويتها، ويقصد بالحماية السياسات، والإجراءات والتقنيات القياسية التي تستعمل لتجنب الدخول غير المسموح به، لكالتحوير، والسرقة أو التلف المادي للمنظومة المعلوماتية، أما الرقابة فتتألف من كل الطرق، السياسات والإجراءات المنظمة التي يتم التأكد من خلالها من سلامة موجودات المنظمة، صحة وإعتمادية السجلات المالية والمحاسبية، وتقيدتها بالموصفات القياسية³.
- وفي إطار تقدم تكنولوجيات حماية أمنية المعلومات، لا بد على المؤسسات المالية الإسلامية والعاملة في مجال التصكيك، أن تقوم بشراء أو تصميم (من قبل جهات مختصة) برامج متخصصة في مجال الأسواق المالية، وتكون وفقاً لشروط والمواصفات القياسية المطبقة في المؤسسات المالية العالمية التقليدية. وأن تعمل هذه البرامج على جميع أنظمة المعلومات في المؤسسة، من برامج التداول، والبنية الإلكترونية الأساسية وأدوات التنفيذ، بتكنولوجيا فائقة تتوافق مع معايير الأمان الصارمة لحماية البيانات والأموال وتضمن سرية البيانات الخاصة بمختلف الأطراف في المشروع الإستثماري، والمتبعة في كبرى المؤسسات المالية العالمية.
- وعلى المؤسسات المالية الإسلامية أن تتخذ جميع الإجراءات الدقيقة والتي تدعمها أحدث ما توصلت إليه تكنولوجيا المعلومات، لضبط ومعالجة جميع البيانات الرئيسية والحساسة مثل - الموافقة على دخول المستخدمين ، حماية المعلومات ، نقل البيانات، الإتصالات عبر الشبكات الخاصة والعامة - وذلك من خلال مراكز معلومات متخصصة في ذلك-، توفير خدمات مُشفرة و مُحمية بعمليات إلكترونية محكمة كالتى تُنتج ديناميكيًا 128 رمزا "رقميا" مثل الشفرة المستخدمة في تنفيذ العمليات المصرفية.

¹ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي، مرجع سابق، ص 44-46. بتصرف

² حربي عريقات، سعيد عقل، إدارة المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 320. بتصرف.

³ سناء عبد الكريم الخناق، إدارة مخاطر أمنية المعلومات، مرجع سابق، ص 8.

المبحث الخامس: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

ينطوي مفهوم التمويل الإسلامي على خصائص كامنة فيه قادرة على تحسين إنضباط السوق ودعم الإستقرار المالي، ذلك أن التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص تتمتع بمعالجة خاصة للمخاطر المختلفة، وأنها تقوم بطبيعتها على الأصول الحقيقية، والمتعاملون بها يعيرون إهتماماً بالقيم الإسلامية، ومع ذلك ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، وباعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشاريع الإستثمارية.

ولهذا فإن الدراسات العلمية التي تبحث في آليات لمعالجة مخاطرها ستكون مهمة ومفيدة في زيادة مميزات الإستقرار التي تتسم بها الصكوك الإسلامية، وقد تساهم بذلك في دعم إستقرار وكفاءة الأسواق المالية والدولية، ذلك أن تحرير الأسواق تصحبه زيادة في المخاطر وعدم الإستقرار المالي.

وبإستخدام الطرق والآليات المناسبة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية تستطيع المؤسسات المالية التحكم في المخاطر التي لا ترغب فيها وتجنبي ثمار إستثمارها بالصكوك الإسلامية.

لذلك فإن لطرق وآليات إدارة المخاطر أهمية لدى المراقبين والمشرفين لأنها تحدد الكفاءة الكلية والإستقرار في الأنظمة المالية.

ومع التطور غير المسبوق في البرمجيات والرياضيات المالية وآليات إدارة المخاطر، ينتظر منها أن تضاعف التحديات التي تواجهها المؤسسات المالية الإسلامية، خاصة وأن مؤسسات مالية تقليدية مرموقة تعمل في مجال تقديم منتجات مالية إسلامية، منها إصدار الصكوك الإسلامية.

والمؤسسات المالية الإسلامية بحاجة لأن تتزود بالخبرات الإدارية المعاصرة ونظم التشغيل حتى تستطيع أن تتكيف مع هذه البيئة، وهناك عامل أساسي سيحدد بقاء ونمو هذه الصناعة وهو مدى نجاح المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة المخاطر الناشئة عن إصدار الصكوك الإسلامية.

حيث تتعدد وتتنوع طرق وآليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بتعدد المخاطر نفسها، بعض هذه الطرق تستخدم في علاج مخاطر محددة وهو ما تم الإعتماد عليه في المبحث السابق، بينما توجد بعض الآليات منها ما لا يتعارض مع المبادئ الشرعية وأخرى شرعية (إسلامية) للتعامل مع مجمل المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية.

ونحاول من خلال ما يلي إستعراض بعض الآليات التي قد تكون فعالة في عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: دراسة الجدوى

تتمثل قيمة الصكوك الإسلامية في قيمة الأصول المالية الحقيقية الممثلة في مكونات المشروع الإستثمارية. والمشروع الإستثماري، هو: فكرة محددة لإستخدام بعض المواد الإقتصادية بطريقة ولفترة محددين للوصول إلى هدف محدد، على أن تزيد إيرادات المشروع على تكاليف إنشائه وتشغيله، ويكون المشروع صناعياً أو زراعياً أو حرفياً، وقد تتعرض المشاريع الإستثمارية لكثير من المخاطر نتيجة لعدم إعداد دراسات جدوى وافية ودقيقة قبل طرح الصكوك الإسلامية، مما قد يترتب على ذلك نتائج سلبية كالدخول في مشاريع عالية المخاطر ومنخفضة العوائد، أو دخول السوق في التوقيت غير المناسب. وتكمن أهمية دراسة الجدوى في أن:

- 1- ندرة الموارد الموجودة تحت تصرف المجتمع يحتم تحقيق أفضل إستخدام ممكن لها والمحافظة عليها من سوء الإستخدام أو الضياع أو التلف، وهذا لا يمكن تحقيقه إلا بإجراء دراسة جدوى إقتصادية للمشاريع.
- 2- تساهم دراسات الجدوى للمشاريع في إنجاح عمليات التنمية الإقتصادية والإجتماعية، وتحقيق أهدافها، لأنها ستفضي إلى تقديم مشاريع سليمة.
- 3- المساعدة في إتخاذ القرار بخصوص إختيار الأفضل من البدائل The best alternative المتاحة، ما يؤدي إلى ترشيد القرار الإستثماري، خاصة عندما تكون ميزانية الإستثمار محدودة.
- 4- تجنب المستثمر المخاطر المحتملة التي قد يتعرض لها عند قيامه بالإستثمار بدون إجراء دراسات جدوى وافية للمشروع.

5- وعليه فإن إعداد دراسات جدوى دقيقة للمشاريع الإستثمارية قبل عملية طرح الصكوك يساهم بدرجة كبيرة في نجاح المشروع الممول بحصيلة الإكتتاب في الصكوك.

وقد شاع إستخدام مصطلح دراسات الجدوى الإقتصادية للمشاريع الإستثمارية بمستويات مختلفة، تتراوح ما بين إستخدام المصطلح بمفهوم واسع، حيث يعني: كافة الدراسات التمهيديّة والتفصيلية التي تتم على الفرص الإستثمارية منذ طرحها كفكرة حتى الوصول إلى القرار النهائي بقبول بعض الفرص التي تكون مبررة إقتصادياً ورفض بعض الفرص التي لا مبرر لها إقتصادياً، أما دراسات جدوى المشاريع بالمفهوم الضيق، فإنها تعني: دراسة جدوى المشروعات على مرحلة سابقة لمرحلة التقييم ومرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الإستثمارية.

وما بين المفهومين الواسع والضيق يوجد هناك تعريف وسط يراعي الجدوى الشرعية والإقتصادية والإجتماعية للمشاريع الإستثمارية، وهو المفهوم الإسلامي لدراسات جدوى المشاريع الإستثمارية¹، الذي يحكمه ما يمكن تسميته «**الربحية الإسلامية**»، وتعرف على أنها: الدراسات التي تسبق المشروع الإستثماري من جميع أبعاده الشرعية، الإقتصادية، الإجتماعية، لتقييم العائدات المتوقعة والتوخي أو التقليل من المخاطر الإقتصادية ومخاطر مخالفة القواعد الشرعية، من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلاً عن الكفاءة الإقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الإستثمار وفقاً للضروريات، والحاجيات، والتحسينات وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الإجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية إجتماعية للتمويل، وتحقيق صافي منافع إجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تخفيض مجمل مخاطر الصكوك الإسلامية².

وتتوزع مجالات إستخدام دراسات الجدوى يجسد أهميتها كأسلوب علمي يساعد في إتخاذ القرارات الإستثمارية، وتستخدم في المجالات التالية:

أ- **إنشاء مشاريع جديدة:** إن الصكوك الإستثمارية الإسلامية يمكن أن تطرح لتمويل مشروع إستثماري جديد، ونظراً للغموض وعدم التأكد الذي يحيط بالمشاريع الجديدة في المستقبل، يجب أن تسبق عملية الطرح، إجراء دراسة جدوى دقيقة قبل البدء في العملية والتعرض لمخاطر كثيرة قد تؤدي بالمشروع إلى الفشل.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 115-116. بتصرف

² أشرف دوباء، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 124

ب- توسيع قاعدة المشروع: لا يقتصر إصدار الصكوك على تمويل مشروعات قائمة أصلاً، وهذه المشروعات تعتبر إمتداداً لمشروعات لها وجود، ما يلزم إعداد دراسات جدوى دقيقة لعملية التوسعة والتطوير للتعرف على العوائد المتوقعة، قبل الإقدام على عملية التوسيع.

ج- التجديد: قد يحتاج مشروع ما إلى تجديد آلياته ومعداته، فيصدر صكوكاً إستثمارية لتمويل هذه العملية، ويجب أن يسبق عملية إصدار الصكوك الإستثمارية هذه إعداد دراسات جدوى إقتصادية لتغيير معدات المشروع، وما مدى الحاجة لذلك، وما يترتب على هذه العملية من زيادة في العوائد.

وتقوم دراسات الجدوى الإقتصادية في تقييمها للمشاريع الإستثمارية على أساس فكري، فتقوم المشروع الإستثماري تقليدياً يقوم على حسم المجرى النقدي والذي يقوم على أساس معدل الحسم، وهو معدل الفائدة، وتشمل المعايير التالية¹:

1 - صافي القيمة الحالية (Net Present Value): ويعتمد هذا المعيار من قبل المستثمرين لقياس جدوى المشروعات المقترحة، حيث يأخذ بالقيمة الزمنية للنقود، ويعتمد على المعادلة الآتية:

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - I \dots\dots\dots(13, 2)$$

حيث أن:

NPV: صافي القيمة الحالية

CF: التدفق النقدي السنوي

r: معدل الخصم

يسعى معيار صافي القيمة الحالية NPV إلى حسم التدفقات النقدية بسعر حسم محدد مسبقاً، فالتدفقات النقدية الخارجة (I) تتم لحظة شراء أصول المشروع المزمع إقامته، أما التدفقات النقدية الواردة المتوقعة فهي تدفقات سنأتي في المستقبل (CF)، لذلك فإن NPV يحسب الفرق بين التدفقات النقدية الخارجة حالياً والتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً، إستناداً إلى سعر حسم (خصم) حالي يعتمد على سعر النقود أو ما يسمى بسعر الفائدة السائد. إن صافي قيمة المشروع ينخفض بإزدياد سعر الحسم (الخصم) أي سعر الفائدة المطبق، والعكس بالعكس، لذلك يعتبر تحديد سعر الفائدة من المشاكل التي تواجه تطبيق معيار صافي القيمة الحالية NPV.

2- معدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return): وهو من أكثر المعايير إستخداماً في الحكم على جدوى قرارات الإستثمار، ويعد معدل العائد الداخلي (IRR) أدنى معدل يمكن أن يقبله المستثمر كعائد على إستثماراته، وهذا المعدل يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع المقترح وبين رأس المال المستثمر في المشروع في الزمن صفر، فبينما يسعى معيار صافي القيمة الحالية NPV لإحتساب صافي التدفقات المتوقعة عند سعر حسم (خصم) محدد سلفاً، فإن معيار معدل العائد الداخلي IRR يبحث عن سعر الحسم (الخصم) الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوياً للصفر، لذلك فإن المعيارين وثيقا الصلة ببعضهما لإعتمادهما على نفس المعادلة مع قلب الفرضيات والنتائج.

$$I = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \dots\dots\dots(14, 2)$$

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ص 116-117. بتصرف

إن IRR يحتسب بطريقة التجزئة والخطأ عند معدلات حسم (خصم) مختلفة وصولاً لتحديد سعر الحسم (الخصم) الأفضل وهو في هذه الحالة القيمة الحالية التي تقترب أو تساوي الصفر.

ويحكم على المشروع المدروس بالقبول إذا كان معدل عائده الداخلي أكبر من سعر الفائدة على الإقراض طويل الأجل أو أكبر من معدل العائد على الفرصة البديلة كإستثمار في السندات الحكومية التقليدية.

ويمكن تمثيل العلاقة المتداخلة بين NPV و IRR من خلال المعادلة الآتية¹:

$$CF_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \frac{CF_3}{(1+IRR)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} = 0 \dots\dots\dots(15, 2)$$

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+IRR)^i} \dots\dots\dots(16, 2)$$

ونلاحظ أن الأساس النظري الذي يقوم عليه الفكر التقليدي في تقييمه المالي للمشاريع الإستثمارية، هو تأثير الزمن على قيمة التدفق النقدي متمثلاً في معدل الفائدة على رأس المال، أي أن إستثمار الأموال في مشروع ما لا بد وأن تقارن عوائده بما يمكن أن تغله هذه الأموال فيما لو إستخدم في مجال آخر².

وهنا يطرح سؤال نفسه: "هل للبعد الزمني قيمة مالية من منظور إسلامي؟"، والسؤال الثاني: وإذا كان الجواب بنعم فما

هو المؤشر المناسب المقبول إسلامياً؟

إجابة السؤال الأول: نعم للزمن قيمة مالية في الإقتصاد الإسلامي، الأدلة:

- ✓ جواز البيع الآجل
- ✓ جواز بيع السلم
- ✓ ضع وتعجل

للزمن قيمة مالية في البيوع دون القروض والأموال الربوية لأن القروض مبنية على الإحسان.

وعليه، الأساس الفكري لمفهوم القيمة الحالية جائز من المنظور الفقهي الإسلامي، ولا يعني ذلك أن إستخدام سعر الفائدة

في إستخراج هذه القيمة جائز.

ولهذا يبقى التساؤل الثاني مهماً وهو: ما المؤشر المالي (سعر الخصم) المناسب؟

في هذا الإطار قدمت عدة مقترحات في أدبيات الإقتصاد الإسلامي كلها تدور حول فكرة معدل الربح الإحتمالي، ويقصد

بالربح الإحتمالي العائد الذي كان من المفترض الحصول عليه لو وظف المستثمر أمواله في غير الإستثمار محل الدراسة³

(تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost) بإعتبارها كمعدل للخصم⁴.

وعلى الصعيد الفقهي، فإن الأساس الفكري لتكلفة الفرصة البديلة مقبول في حال إستخدامه كأداة لقياس عائد إستخدامات

الأموال في توظيفات أخرى بغرض الوقوف على جدوى الإستثمار، ورفع كفاءة إستخدام الأموال لأقصى درجة، بإعتبار هذا

¹ سامر مظهر قنطقجي، أوهاج بادانين محمد عمر، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية (مقام MQAM)، العدد الأول، 2010، صص 5-6، متاح إلكترونياً على مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، www.Kantakji.com، تاريخ التحميل: 2010/06/02

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 117

³ نقلاً عن: خالد بن عبد الرحمان المشعل، القيم الحالية وسعر الخصم في الإقتصاد الإسلامي، ورقة بحث مقدمة إلى: "ندوة الأسواق المالية: المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة"،

جامعة الإمام محمد بن مسعود الإسلامية بالتعاون مع المعهد المصرفي للبحوث والتدريب، الرياض، السعودية، ماي 2007م، صص 7-11

⁴ كوثر عبد الفتاح الأبهجي، دراسة جدوى الإستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي، مجلة أبحاث الإقتصاد الإسلامي، م 2، ع 2، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 1405هـ/1975م،

المفهوم أداة مستحدثة إقتضتها الحاجة لإستكمال دراسات الجدوى¹، حيث يستند أساس الفكر الإسلامي لسعر الخصم على مايلي²:

أ - أن منطق سعر الفائدة يعتمد على الربا المحرم والذي يتم بالإقراض بفائدة، بخلاف الربح الذي يعتمد على عائد النشاط الحقيقي الإيجابي.

ب - أساس القيمة الحالية: يرجع مفهوم القيمة الحالية من منظور إسلامي إلى الفرق النقدي بين سعر البيع الأجل والسعر النقدي، هذا الفرق الذي إعترف الفقهاء بجوازه كما هو الحال بالنسبة للبيع الأجل، والفرق يجوز في البيع الناجم عن النشاط الفعلي، ويحرم في الإقراض الناجم عن النشاط الوهمي.

وقد قدمت عدة دراسات وأبحاث تتناول البديل المقترح لمعدل الخصم، إلا أننا نكتفي بإعطاء نظرة حول آخر المقترحات المقدمة في هذا المجال لإيجاد بديل شرعي عن معدل الفائدة الربوي ، منها : نموذج أوهاج-قنطجني ، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية (مقام MQAM) 2010م: يسمح هذا النموذج بإحتساب (مقام MQAM)، الذي يمكن الممول من تحديد تكلفة التمويل المناسبة بإحتساب العائد المتوقع، إعتقاداً على تدفقات المشروع المتوقعة لتقييم جدوى الإستثمار في مشروع، بقبول تمويله أو رفضه دون الإعتداد على سعر الفائدة الربوية كلياً، بما يشبه معدل العائد الداخلي (IRR) ، أو الوصول إلى تحديد صافي التدفقات النقدية الواجب تحقيقها عند عائد مستهدف سلفاً، بما يشابه معيار صافي التدفقات النقدية (NPV)، حيث يسمح هذا النموذج وفق طريقتين متعاكستين إحتساب نسبة الربح المستهدفة بدلالة التدفقات النقدية وإحتساب التدفقات النقدية بدلالة نسبة الربح المستهدفة.

أ - إحتساب نسبة الربح المستهدفة بدلالة التدفقات النقدية : تقوم فكرة النموذج وفق هذه الطريقة، على أساس بناء معادلة نتيجتها تمثل نقطة تعادل يمكن إعتبارها كآلية بديلة عن الإقتراض بالفائدة (الليبور ومثيلاته)، والمقصود بالتعادل التطابق بين التدفقات النقدية المرفقة بدراسة الجدوى والتدفقات النقدية الفعلية للمشروع (خلال خمس سنوات متتالية مثلاً).

$$MAQAM = \left(\sum_{i=1}^{n} cf_i \div C \right)^{(1/(n+1))} - 1 \dots\dots\dots(17, 2)$$

حيث أن:

MAQAM: كمعدل للخصم

$\sum_{i=1}^{n} cf_i$: إجمالي التدفقات النقدية

C: رأس المال المستثمر

n: عدد السنوات

ب - إحتساب التدفقات النقدية بدلالة نسبة الربح المستهدفة : إن الهدف من إحتساب الحد الأدنى للتدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الذي سيمول، إنما يهدف للحد من المخاطر والتحوط لها قبل إصدار قرار التمويل، وبناء على نموذج (أوهاج-قنطجني)، فإن إجمالي التدفقات النقدية لسنوات الإستثمار يمكن تمثيلها بالمعادلة التالية:

¹ كوثر عبد الفتاح الأبيحي، دراسة جدوى الإستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 14

² المرجع السابق، ص 22

$$cf_{pn} = [C \times (1+r) \times (2+r)] + \sum_{i=1}^n [share_{2i} \times (1+r) \times (2+r)] \dots\dots\dots (18, 2)$$

حيث أن:

CF_{pn}: التدفق النقدي الواجب تحقيقه

r: المعدل المتوقع تحقيقه

C: رأس المال المستثمر

Share₂: رأس المال المضارب بعد استثماره لأموال المستثمر وتحقيقه عائداً يخصه

n: عدد السنوات

وبالرجوع إلى موضوع دراستنا، دراسة الجدوى ودورها في الوقاية من مخاطر الصكوك الإسلامية، وفي حالة عدم القيام بدراسات جدوى إقتصادية وافية ودقيقة يجعل المستثمر يصطدم بعدد من المخاطر لم تكن في الحسبان، من أبرزها: مخاطر التشغيل، المخاطر الكامنة في صيغ التمويل الإسلامية، مخاطر السوق.

حيث تتعرض الصكوك الإستثمارية الإسلامية لمخاطر هي في الغالب مصاحبة لصيغة التمويل التي يختارها مستثمر حصيلة الصكوك لتكون أساساً لإصدار صكوكه، فهو إذاً معرض للوقوع في مخاطر سوء إختيار الصيغة التمويلية المناسبة، وللتقليل من فرص وقوع هذه المخاطر أو التخفيف من أثارها يجدر بالمؤسسة المصدرة للصكوك الإستثمارية التركيز - عند إجراء دراسات الجدوى الإقتصادية والشرعية- إختيار الصيغة الإستثمارية الإسلامية المناسبة التي يطرح بها الصكوك بعناية، وبما يتناسب وطبيعة المشروع.

فالمؤسسة التي تملك أرضاً زراعية مثلاً، فإنه من الأفضل لها إصدار صكوك على أساس الصيغ الزراعية ، كالمزراعة والمساقاة والمغارسة، وإختيارها غير هذه الصيغ المخصصة لهذا الغرض قد تكلفها أكثر، فالذي يملك أرضاً زراعية ولا يستغلها أفضل له أن يستثمر الأرض المعطلة التي يمكن أن تدر عائدات عالية بدلاً من أن يدفع ما لديه من سيولة نقدية للإستثمار في صيغ أخرى كالمضاربة والمشاركة، ولا مانع من الجمع بينهما، ولكن الأولوية لتوظيف الثروات المعطلة. وعلى المستثمر أن يكون على علم تام بفلسفة الإستثمار في الصكوك الإسلامية لإعتمادها على قاعدة الإشتراك في الغنم والغرم، وهذا ما جعل الإستثمار الإسلامي يصاحبه نوع خاص من المخاطر يلزم حسن التصرف معها لضمان سلامة المشروع، إذ تخالف هذه الفلسفة، الفلسفة التي تقوم عليها بعض الإستثمارات التقليدية من الريح المضمون، فيجب على المستثمر أن يدخل سوق الإستثمار الإسلامي وهو مهياً لتحمل تبعات هذا الإستثمار. وبناءً على ما سبق، فإنه من الضروري عند إتخاذ قرار الإستثمار وفق الصكوك الإستثمارية تحليل عملية التمويل من منظور شرعي، والمخاطر والعوائد المادية والإجتماعية، وذلك بمراعاة الآتي:

- 1 - عدم تمويل نشاطات إستثمارية محرمة شرعاً، منها عدم التعامل مع الفائدة أخذاً وعطاءً.
- 2 - دراسة لكافة المخاطر المحيطة بالنشاط الإستثماري المطلوب تمويله والظروف المحيطة، والتي تتفق فيها المؤسسات المالية الإسلامية مع التقليدية عند إجراء التحليل، وتهدف هذه الدراسة إلى تحديد المخاطر والعمل على الحد منها والسيطرة عليها مع مراعاة طبيعة الأصول المستثمرة ومدى إستقرارها.
- 3 - دراسة العوائد المتوقعة والتي تعتمد على متغيرات إدارة النشاط الإستثماري، سواء أكانت هذه المتغيرات تتمثل في مرونة الطلب أم درجة المنافسة أم الأساليب التسويقية.

4 - دراسة مدى ما تساهم به عملية التمويل للنشاط الإستثماري في التنمية أحياناً في الإعتبار أهداف النظام الإقتصادي الإسلامي والأولويات في التنمية الإجتماعية، وعليه يجب أن يكون المشروع المرشح يساهم في زيادة التشغيل وإستقرار الأسعار بتحسين توزيع الدخل وإنتاج السلع والخدمات الأساسية والتي تحسن من ظروف المجتمع.

أما فيما يتعلق بمخاطر السوق، فيجب على المؤسسة الإستثمارية قبل إتخاذها القرار الأول الذي بموجبه يؤسس المشروع، وقبل إتخاذها قرار الدخول في السوق أن تقوم بسلسلة من الدراسات من شأنها أن تخفف من مخاطر السوق¹.

1 - إجراء دراسة جدوى تسويقية: إن الخوض في أي نشاط إستثماري لا بد أن يسبقه إجراء دراسات جدوى إقتصادية دقيقة للمشروع، تتضمن إجراء دراسة تسويقية لذلك المزمع الإستثمار فيه، وفي هذه الدراسة على المؤسسة البادئة بالتصكيك (المنشئ) وكذلك الشركة ذات الغرض الخاص SPV بإعتبارها وكيل إصدار (وقد تجمع بين عدة مهام لحماية مصالح حملة الصكوك) أن يدرساً التقلبات التي طرأت على السوق في الفترات السابقة من خلال تتبع العقود الأجلة والمستقبليات، كما يجب تقييم أسعار المنتجات وأداء السوق والعرض والطلب حتى يقلل من إحتمال التعرض لمخاطر السوق، هذا من حيث الدراسة التسويقية للمشروع المرغوب الإستثمار فيه، أما عن الدراسة التسويقية للصكوك المصدرة فهي تهدف إلى تحديد مدى القدرة على تسويق الأوراق المالية المصدرة، والتي ترتبط بعوامل كثيرة منها: التصنيف الإئتماني للصكوك المصدرة، مدى وجود الضمانات، وتوجهات المستثمرين في أسواق رأس المال²، وغيرها من العوامل.

2- توقيت دخول السوق: يعتبر التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق، عاملاً مهماً لحماية الأصول الإستثمارية من التقلبات الحادة، حيث تدخل المؤسسة السوق عندما تكون أسعار منتجاتها مرتفعة، وتتسحب منه عندما تتوقع إنخفاضاً في أسعار منتجاتها.

3- إختيار العملات: على المؤسسة أن تختار بعناية العملة التي ترغب الإستثمار بها وحفظ مدخراتها، ولأن أمين الإستثمارات يحتفظ بالمدخرات لفترات قد تكون طويلة أحياناً، والتقلبات المفاجئة التي تحصل في أسواق المال، فالإستثمار والإحتفاظ بالمدخرات بعملة شديدة التقلبات قد تكبد المشروع الإستثماري خسائر فادحة وخلال فترات قصيرة³.

كما يمكن تفادي مخاطر التشغيل، كالمخاطر الشرعية بإجراء دراسات جدوى إقتصادية تتضمن دراسة شرعية وافية ودقيقة من فقهاء متخصصين في المعاملات المالية الإسلامية، تعمل على التأكد من مشروعية الأصول القابلة للتصكيك، وخلوها من المخالفات الشرعية التي تحرم تصكيكها، كما تحدد الشروط والضوابط اللازمة لإتمام عملية التصكيك، بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما يجب أن تتضمن هذه الدراسة، وأن تضع أسس ومعايير الرقابة الشرعية السابقة واللاحقة لعملية إصدار الصكوك، وإنتهاءً بعملية الإطفاء والتسييل، كما تشمل دراسة الوثائق والمستندات والعقود التي سيتم التعامل بها لإنجاز عملية التصكيك⁴.

ولتجنب المخاطر السياسية لا بد من الأخذ بعين الإعتبار السياسات المستقبلية للدولة، وإن كان من الصعوبة التكهن بهذه السياسات، إلا أنه ثمة مؤشرات تساعد على التنبؤ بمستقبل سياسة هذه الدولة: نسبة الإستقرار، أديولوجية الدولة،

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 118-120

² أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 120، ومقال بعنوان، 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، جريدة القبس، مرجع سابق، بتصرف

³ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 120-121، بتصرف

⁴ مقال بعنوان: 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، جريدة القبس الكويتية، القسم الإقتصادي، العدد: 12580، مرجع سابق.

الإتجاه العام لسياسة الدولة، فإذا بدت إشارات سلبية، فلا بد من تجنب الإستثمار في هذه الدولة، إلا إذا إستقرت نتائج الدراسة على عوائد مغرية تجعل المستثمر مستعداً لتحمل المخاطر المتوقعة من أجلها.

كما لا بد أن تتضمن دراسات الجدوى الحصول على معلومات دقيقة للمنطقة المراد الإستثمار فيها من الناحية الطبيعية والجغرافية، خصوصاً بالنسبة للصكوك المرتبطة بالزراعة ، وعلى المستثمر بعد القيام بدراسات الجدوى أن يقسم المخاطر البيئية التي قد يتعرض لها إلى ثلاث مستويات، وذلك بحسب درجة خطورتها:

1- المخاطر التي يمكن الوقاية منها بإتخاذ إجراءات السلامة ، كحماية المحاصيل الزراعية من الامطار الموسمية بتخزينها في أماكن محصنة ومعدة لذلك.

2- مخاطر لا يمكن الوقاية منها، ولكن يمكن التخفيف من وقعها وآثارها بتحمل أعباء إضافية كمخاطر الجفاف في المناطق التي تعتمد على الأمطار في السقي، فيمكن التخفيف من هذا النوع من المخاطر، بتحمل تكلفة حفر الآبار وبناء السدود

3- مخاطر لا يمكن الوقاية منها، وتكون قدرة المستثمر إن وقعت، حالة الفيضانات والزلازل.

فالنوع الأول من المخاطر يمكن الوقاية منه، وإن وقع يتحمل مسؤوليته مدير المشروع، لأنه بإمكانه إتخاذ التدابير اللازمة للوقاية منه، والثاني يمكن علاجه بإستخدام الوسائل اللازمة ولا يتحمل مسؤوليتها المدير، والثالث يجب التأمين عليه، لأنه لا يمكن تفاديه وعلاجه بالوسائل الفردية¹.

المطلب الثاني: الضمانات

يعتبر الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية ومن المصطلحات المعروفة في أدبيات الفقه الإسلامي، وفي نفس الوقت من الأدوات المتعارف عليها في الهندسة المالية التقليدية، إلا أنه في الإقتصاد الإسلامي مضبوط بضوابط شرعية، ويعتبر من الأدوات الفاعلة في علاج مخاطر الصكوك الإستثمارية الإسلامية، وأحد عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال.

فالصكوك التي تصدرها المؤسسات الحكومية أو الخاصة إن لم تكن مضمونة بطبيعة الحال فالجمهور لن يكتتب فيها، مما يجعل تغطية الصكوك بالضمانات أمراً في غاية الأهمية لضمان نجاح عملية تسويق الصكوك، وجمع الأموال اللازمة وتخصيصها فيما أصدرت الصكوك من أجلها. والجدير بالذكر أن كون الصكوك مضمونة لا يعني ضرورة وقوع المخاطر، لأن عملية الإصدار يسبقها دراسات جدوى دقيقة، وإنما هي في الغالب وسيلة إحترازية، ولضمان أنواع متعددة في الفكر الإقتصادي الإسلامي والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أبرز هذه الأنواع:

أولاً- الكفالة: وتعني إلتزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وتعني أيضاً ضم الذمة إلى الذمة، وهي مشروعة بالقرآن والسنة والإجماع.

والكفالة تدعو إليها حاجة الناس لتسهيل التعامل بينهم خاصة عند عدم المعرفة السابقة بالعملاء، وكفالة الشخص ذو الملاء وذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الإئتمانية والشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها، وتخضع الكفالة لضوابط خاصة منها:

1 - لا يجوز أخذ الأجرة ولا إعطاؤها مقابل الكفالة مطلقاً، لأنها من المعروف، وأنها إستعداد للإقراض بالدفع والرجوع عن المكفول، فلم يجز أخذ المقابل عن ذلك، لأن الإقراض نفسه¹ لا يجوز أخذ عوض عنه وهو

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 121. بتصرف

الربا، ويحق للكفيل إستيفاء المصاريف الفعلية للكفالة، ولا يلزم المؤسسة الإستفسار عن كيفية الحصول على الكفالة المقدمة إليها من العميل.

2 - يجب أن تكون الكفالة معلومة.

3 - إذا كانت المؤسسة تدير العمليات على أساس المضاربة أو المشاركة أو الوكالة بالإستثمار فلا يجوز لها أن تتكفل، لأن ذلك يؤدي إلى ضمان المضارب أو الشريك أو وكيل الإستثمار لرأس مال المستثمرين، وهو لا يجوز شرعاً، لأن أيديهم يد أمانة.

ويمكن الإستفادة من الضمان بالكفالة في توثيق المعاملات الآجلة، بإشتراط المؤسسة على العميل تقديم كفيل أو أكثر، لضمان مديونياتها عليه، وإذا رفض العميل شرط توفير كفيل في العقد الأجل المبرم بينهما، فإنه يمكن للمؤسسة مقاضاته لإلزامه بذلك، أو فسخ العقد.

فصكوك السلم مثلاً: تصدر على أساس صيغة السلم التي يعجل فيها النقد ويؤجل البدل، فمصدر الصك يجب أن يكون في محل الثقة لمشتري صكوك السلم، لأن عدم توفر الثقة فيه يعني الإكتتاب في صكوك تتضمن مخاطرة، وقد تنعدم فيها القيمة الإسمية فضلاً عن العوائد لأسباب يمكن تفاديها في حال عدم إلتزام مصدر الصكوك بتوفير بضاعة السلم في التاريخ المتفق عليه أو عدم تسليمها كلية. ولتفادي هذا النوع من المخاطر يجب على المكتتبين أن يشترطوا وجود كفيل في حال إخلال مصدر الصكوك بإلتزاماته، ففي حالة صكوك السلم الحكومية التي يمكن أن تصدرها أحد هيكل الدولة مثلاً مؤسسة إنتاج وطنية، فيمكن أن تتكفل الدولة ممثلة بوزارة المالية مثلاً، أما في حال كون المصدر شركة أو جهة خاصة فلا بد من كفيل.

وتعتبر الكفالة من أهم الآليات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الإئتمان ونقل من فرص وقوعها، وتعتمد المؤسسات المالية التقليدية على الكفالات التجارية وهو ما يعرف بـ: (الكفالة بالأجر)، وقد ورد في المعايير الشرعية عدم جواز الكفالة التجارية لأنها تتم مقابل أجر بدلاً من العمل الخيري التطوعي، ولكن يتجه الفهم الفقهي بتقديم الكفالة عن طريق طرف ثالث كمتبرع على أساس رسم خدمة لا يزيد عن المصاريف الفعلية لتقديم الكفالة.

ثانياً - التعويض وتحمل تبعات الهلاك: يلاحظ أن الضمان بهذا المعنى يمكن من خلاله علاج أي ضرر يلحق بالصكوك نتيجة لعدم إلتزام أحد الأطراف ببنود العقد من خلال التقصير والتعدي كالحياينة أو الإهمال المتعمد مثلاً، حيث يحمل المتسبب في الضرر المسؤولية نتيجة لعدم إلتزامه بالشروط المتفق عليها، وكثير من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإستثمارية تأتي من جهة الإصدار أو وكيل الإصدار أو أمين الإستثمار في حال عدم إلتزامه ببنود العقد والشروط المتفق عليها، حيث أن المخاطر الإدارية تكون بشكل أساسي نتيجة لتقصير الجهة المسؤولة عن إدارة المشروع الإستثماري الممولة بحصيلة الصكوك، فمدير الإستثمار أو أمين الإستثمار عندما يتخذ قراراً إستثمارياً أو مالياً غير مدروس، فإنه يؤدي إلى إحداث خلل في المركز المالي للمشروع الإستثماري بتعريضه للمخاطر الأكثر احتمالاً للوقوع، ما يؤدي لتعرض عوائد الصكوك إلى خسائر مالية، كما تنشأ المخاطر الإدارية أيضاً نتيجة لعدم إهتمام المدير بإتخاذ تدابير السلامة والأمن اللازمة للمشروع الإستثماري، كعدم وجود المراقبة والحماية الأمنية الضرورية حول المشروع، أو تثبيت أجهزة الإنذار المبكر ضد المخاطر، وغير ذلك من الثغرات التي تسبب في تعرض المشروع للمخاطر التي يمكن تفاديها بإتباع التدابير اللازمة، فالمدبر حينئذ يكون مسؤولاً عن ما يحدث من ضرر للمشروع، وبالتالي يكون ضامناً نتيجة تقصيره.

¹ أحمد الأمين حامد، المرجع السابق، ص 122-124. وأشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 126-127

وفي حالة صكوك الإجارة مثلاً، فإن المؤجر هو الضامن الأول للعين المؤجرة، والمستأجر أمين، فلا يضمن ما لم يكن متعدياً، أما إذا كان المستأجر متعدياً، فإنه يتحمل تبعات ما يلحق بالعين من مخاطر نتيجة التقصير، ومن هنا يمكن تقسيم تحمل نفقات الصيانة إلى قسمين:

القسم الأول: ما يتعلق بالضرر الذي يحصل للأصول نتيجة الإهتلاكات، أي أن الإهمال والتعدي ليسا سبباً في هلاك أو تضرر الأصول، ويتحمل نفقات الصيانة في هذه الحالة المؤجر، كما يتحمل مصاريف الصيانة الأساسية التي يتوقف عليها وجود المنفعة، كمصاريف التأمين.

القسم الثاني: يتحمله المستأجر، كالصيانة التشغيلية أو الدورية (العادية)، أو هلاك الأصل الذي يكون سببه التعدي أو التقصير من قبل المستأجر، أو عدم الالتزام بنود العقد المبرم¹.

وقد بينت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية بذات الخصوص، في معيارها التاسع المتعلق بالإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك²، وبين القسمين حد فاصل يحدده المتخصصون وفق معايير تقنية يفترض أن تكون من بنود العقد الموقع بين الطرفين.

ثالثاً- الالتزام بالوعد: يسمح الضمان بهذا المعنى بنفادي مخاطر عدم التزام العميل بالوعد، خاصة في حال صكوك المرابحة للأمر بالشراء، وحيث أن من أشد المخاطر التي يتعرض لها هذا النوع من الصكوك هو عدم التزام العميل بالوفاء بالتزاماته بعد شراء المؤسسة للسلعة، وخصوصاً لو كانت هذه السلعة وفق مواصفات خاصة بالأمر بالشراء³، فيمكن إلزام العميل بوعد، إستناداً إلى عمومات الأدلة من القرآن والسنة بوجود الوفاء بالعهد والوعد، وقد ورد بشأن الإلزام بالوعد من طرف واحد قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في دورته الخامسة المنعقدة بالكويت من 1-6 جمادى الأولى 1409 هـ الموافق لـ 10-15 ديسمبر 1988م «الوعد - وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد - يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعود في كلفة نتيجة الوعد. ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر⁴». أما بالنسبة لخيار إلزام العميل بالوفاء بوعد أو عدمه، فقد جاء بالمعيار الشرعي رقم (08) المرابحة للأمر بالشراء لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: «- لا يجوز للمؤسسة اعتبار عقد المرابحة للأمر بالشراء مبرماً تلقائياً بمجرد تملكها السلعة، كما لا يجوز لها إلزام العميل الأمر بالشراء بتسلم السلعة وسداد ثمن بيع المرابحة في حالة امتناعه عن إبرام عقد المرابحة؛

- يحق للمؤسسة الحصول على التعويض عن الضرر الفعلي الناشئ عن نكول العميل في حال الوعد الملزم، وذلك بتحمل العميل الفرق الحاصل بين ثمن السلعة المباعة للغير وبين الثمن الأصلي المدفوع من المؤسسة للبائع الأول»⁵.

وبالتالي وحسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية

الإسلامية، فإن العميل يضمن ما يلحق بالمؤسسة من أضرار نتيجة عدم إلتزامه بالوعد الذي قطعه على نفسه.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 124-126. بتصرف

² للمزيد من التفاصيل أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المعيار رقم (9) الإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك، مرجع سابق، ص 115

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 126

⁴ أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الخامس، المجلد 2، حدة، المملكة العربية السعودية، 10-15 ديسمبر 1988م، ص 754 وص 965.

⁵ أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المعيار رقم (08) المرابحة للأمر بالشراء، مرجع سابق، ص 96

رابعاً- **ضمان طرف ثالث**: المقصود به وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسران في مشروع معين، تم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية، حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك) آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة مخاطر الائتمان.

وتسميته ضماناً مجازاً، لأنه ليس كفالة عن ديون، بل هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الإسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض، لأن هذا الإلزام له الأولوية، فهو حكم شرعي يدخل في إطار إصطلاح الفقهاء "التبرع الملزم".

أما التعهد فهو إلزام عقدي مشروع أيضاً، كتعهد مؤسسة بالإكتتاب فيما يبقى من صكوك إستثمارية لم يتم الإكتتاب فيها تصدرها مؤسسة أخرى بعد إنتهاء مدة الطرح على أن يكون بالقيمة المعروضة ومن دون مقابل عن الضمان، مع جواز حصول المتعهد أو الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل: إعداد الدراسات أو تسويق الصكوك. كما يمكن ضمان الطرف الثالث لموجودات الصكوك، يصلح أيضاً لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك، لأنه يستند إلى المبدأ نفسه، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها¹.

قد يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة متخصصة أو فرد لها مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعاً في صحة تبرع جهة معينة، وحتى وإن كان تبرعاً معلقاً على شرط هو تلف رأس المال أو بعضه أو نقصان الربح عن حد معين.

خامساً- الرهن: يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء في المعيار الشرعي الثامن لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: « يحق للمؤسسة في حال الحصول على رهن من العميل أن تشترط تفويضه لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء »* . ويشترط في المرهون أن يكون مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف، وأن يكون مقدوراً للتسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في إستثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك².

ووفقاً لقواعد المالية الإسلامية، فإن الدين المستحق على طرف ثالث أو السلع القابلة للهلاك أو أي شيء آخر لا يتوافق مع القواعد المالية الإسلامية لا يجوز الإستعانة به كضمانات، وبالمقابل يمكن إستخدام النقود والأصول العينية كالذهب والفضة والعقارات والمقتنيات والصكوك الإستثمارية كضمانات للتحصن ضد مخاطر الائتمان.

تعتبر الضمانات بمختلف أنواعها آلية مهمة من آليات الوقاية من مخاطر الائتمان التي قد تتعرض لها الصكوك الإستثمارية الإسلامية، إلا أنه يلزم التقيد بالضوابط التالية:

1 - إشتراط الضمان مشروع في عقود المعاوضات، مثل: البيع في الحقوق المعنوية مثل: الملكية الفكرية، ولا مانع من الحصول على أكثر من ضمان، كالجمع بين الكفالة والرهن.

¹ حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5. وأشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 84 وص 127، بتصرف.

* أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المعيار رقم (08) المراجعة للأمر بالشراء، مرجع سابق، ص 97

² حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5. وأشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 84 وص 127، بتصرف.

- 2 - لا يجوز إشتراط عقد الضمان بمعنى الكفالة أو الرهن في عقود الأمانة، مثل: عقد الوكالة، وعليه لا يمكن الإفادة من الضمان في صكوك الوكالة بالإستثمار وصكوك المضاربة أو المشاركة على الإطلاق، وذلك لمنافاتها مقتضى تلك العقود التي تقوم على أساس الأمانة، إلا في حالة التعدي أو التقصير أو المخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك، سواء أكان الضمان للقيمة الإسمية أو الأرباح، ولا يجوز تسويقها على أساس أنها إستثمار مضمون¹.
- 3 - لا يجوز شرعاً ضمان العائد على الصكوك، بأن يتعهد مصدرها أو مديرها بضمان عائد معين، أو منسوب إلى رأس المال الذي إشتري به الصك، لأن مشتري الصك لا يدري هل سيتحقق له ربح أو لا يتحقق، وهل سيسلم له رأس ماله أو ينقص، فضمانهم له غرر لا يجوز شرعاً إضافة إلى أنه يساوي بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية المحرمة شرعاً التي تتمتع بضمان العائد عليها من مصدرها، فتكون بذلك قرضاً ربوياً، وبالنظر لطبيعة صكوك الإجارة، التي تتميز بالعائد الثابت نسبياً وتشبه بذلك الصكوك التقليدية، إلا أنه وكما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن صكوك الإجارة بذات الخصوص: «لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده، وإذا هلك الأعيان المؤجرة كلياً أو جزئياً، فإن غرمها على حملة الصكوك»^{*}.
- 4 - لا يجوز الضمان بعوض، والمقصود بذلك أن يدفع حامل الصك مبلغاً إلى مصدر الصك أو إلى أية جهة أخرى لضمان نقصان القيمة الإسمية للصك، أو لضمان العائد، وهذا في حقيقته غرر ومقامرة، لأن حامل الصك الذي يدفع هذا المبلغ قد يأخذ أكثر مما دفع، وقد يأخذ أقل منه، وقد لا يأخذ شيئاً، وهو الربا أيضاً، لأنه قد يدفع مائة فيأخذ بدلاً عنها ألف مثلاً، على أنه لا بد من النظر الدقيق في مسائل الضمان بعوض، والتي قد تشتت الحاجة إليها لدرء مخاطر الإستثمار وتأمين إستمراره. وهو وإن كان غير جائز بالصورة المتقدمة لأنه نوع من أنواع التأمين التجاري الممنوع، إلا أنه يمكن أن يكون هذا الضمان مقدماً من شركة تكافلية إسلامية تقتطع جزءاً من قيمة الصك أو يدفع لها مبلغ خارج عن القيمة فيتجمع لديها في الوعاء التأميني التكافلي مبالغ تقوم بإدارتها وإستثمارها لصالح المشتركين، ويستفيد منها عند إنخفاض العائد، فيحصل تأمين مخاطر الصكوك بهذه الوسيلة المشروعة².
- ونحاول التفصيل في هذه الآلية في المطلب الموالي.

المطلب الثالث: التأمين التعاوني

إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود في الفقه الإسلامي، وإن كان الفقهاء قد تطرقوا لمعناه عند حديثهم عن الضمان، إذ أن التأمين نوع من أنواع الضمان فقد قال الفقهاء: "نوع من ضمان وتعهد من الأجنبي بالنسبة إلى النفس والمال إزاء مال معين"³، إلا أن هذا الربط فيه تكلف وحمل للنصوص ما لا تحتل، فالضمان الذي تحدث عنه

³ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 123

* أنظر: مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الخامس عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، مرجع سابق.

² حمزة الفجر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 6-7

³ علي السيد عبد الحكيم الصافي، الضمان في الفقه الإسلامي: أسبابه ومجالاته في العقود -دراسة مقارنة-، د.ط، مطبعة الأدب، النجف الأشرف، العراق، 1966م، ص 237، نقلا عن:

أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 128

الفقهاء يختلفون عن التأمين، لأن الضمان بمعناه الإصطلاحي - لا يكون بمقابل، والتأمين في صورته المباحة: مساهمة بين أفراد على أساس تعاوني، فهي أقرب إلى شركة تعاونية من الضمان - هذه من جهة¹.
ومن جهة أخرى فقد بحث مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في مسألة التأمين في دورته الثانية المنعقدة بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية في الفترة ما بين 10 إلى 16 ربيع الثاني 1406 هـ، الموافق لـ 22 إلى 28/12/1975م في موضوع التأمين وإعادة التأمين وقرر ما يلي²:

- 1 - إن عقد التأمين التجاري ذو القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد، ولهذا هو حرام شرعاً.
 - 2 - إن العقد البديل الذي يحترم أصول التعامل الإسلامي هو عقد التأمين التعاوني القائم على أساس التبرع والتعاون، وكذلك الحال بالنسبة لإعادة التأمين القائم على أساس التأمين التعاوني.
 - 3 - دعوة الدولة الإسلامية للعمل على إقامة مؤسسات التأمين التعاوني، وكذلك مؤسسات تعاونية لإعادة التأمين، حتى يتحرر الإقتصاد الإسلامي من الإستغلال ومن مخالفة الشريعة الإسلامية.
- وإنطلاقاً من ذلك، فإنه يختصر لنا طريق الدراسة من خلال عدم التطرق لتفصيل الخلافات في الموضوع، حيث لا يجوز الإعتماد على التأمين التجاري في تأمين الصكوك الإستثمارية الإسلامية ضد المخاطر، وإنما الإستفادة من شركات التأمين التعاوني الإسلامي، وذلك من خلال إعادة تأمين مخاطر الإستثمار في الصكوك لدى شركات التأمين الإسلامية من باب تكافل الغير في تحمل مخاطر الإستثمار، حيث يحدد قسط التأمين على أساس إذا حدثت خسارة أو نقص الربح عن حد معين، وبالتالي جبر هذه الخسارة أو النقص في الربح من أموال التأمين مع مراعاة هذه الشركات أن تعمل وفق مبدأ التأمين التعاوني المجاز شرعاً، والذي يقوم بشكل عام على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلاً من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده، وعلى هذا الأساس يعرف التأمين التعاوني على أنه: عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ من المال على سبيل التبرع لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل عند تحقق الخطر وتدار العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة على أساس الوكالة بأجرة معلومة، كما يعرف أيضاً بأنه: "عقد يتفق عليه عدة أشخاص على أن يدفع كل منهم إشتراكاً معيناً لتعويض الأضرار التي قد تصيب أحدهم إذا تحقق خطر معين"³.

تعتبر مخاطر الأصول المالية التي تمثلها الصكوك الإستثمارية الإسلامية من أشد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك. وشركات التأمين التعاوني الإسلامي تقوم بتأمين أصول الصكوك الإستثمارية من تبعات المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، وتتمثل هذه الأصول في:

- ✓ **المباني:** يشمل التأمين مباني المشروع الإستثماري والفروع التابعة لها، كما يشمل المباني محل الإستثمار في حال صكوك الإجارة مباني سكنية أو دكاكين تجارية مثلاً.
- ✓ **الآلات واللوازم:** ويشمل آلات ومعدات المصانع، وأثاث المكاتب وموجودات المستودعات ورؤوس الأموال المتمثلة في الأصول الثابتة الأخرى، وتعتبر هذه من أهم الموجودات، ففي حال صكوك المشاركة التي تصدر لتمويل إنشاء

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية، المرجع السابق، ص 128

² أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الثاني، المجلد 2، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-16 ربيع الثاني 1406 هـ، الموافق 22-28 ديسمبر 1985م، ص 545

* تعريف ل: أحمد سالم ملحم، التأمين التعاوني وتطبيقاته في شركة التأمين الإسلامية الأردنية، ط 1، دار النفائس، عمان (الأردن)، 1420 هـ - 2000م، ص 58. نقل عن: زياد الدماغ، مخاطر

الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 13

مصنع مثلاً، تعتبر أصوله التي يعتمد العائد عليها-مجموعة الآلات والمعدات-التي تقوم بصناعة المنتجات لبيعها وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك وتأمين هذه المعدات يعني حماية المشروع من مخاطر الأصول المالية. كما أنه في صكوك الإجارة التي تصدر لتمويل شراء طائرة للنقل الجوي فإن تأمينها لها، والتي تعتبر أصل الصكوك المصدرة -ضد تبعات المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الطائرة من تحطم أو أعطال أو حتى صيانة دورية مهم جداً لإرتفاع معدلات احتمال تعرضها لمخاطر مختلفة، فعدم تأمينها وتحطمتها يعني تحمل حملة الصكوك كامل الخسائر وهي جسيمة.

وهكذا، فإن التأمين يقوم بدور كبير في التقليل من تبعات المخاطر والتخفيف من آثارها.

أما بالنسبة لصكوك المرابحة، والتي تعتبر من أكثر الصيغ استخداماً في المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن سلعة المرابحة قد تتعرض لمخاطر خاصة عندما تكون السلعة عابرة للحدود في حال إستيرادها من خارج الدولة، فعملية الإستيراد محفوفة بالمخاطر التي قد تؤدي إلى هلاكها أو تضررها بشكل كلي أو جزئي، لذا فإن المؤسسة المصدرة للصكوك يجب أن تؤمن على تلك السلعة ضد مخاطر النقل البري والبحري والجوي، وبذلك تجنب نفسها تحمل أعباء مخاطر الهلاك لتلك السلعة من خلال التأمين، فبدلاً من أن تتحمل المؤسسة المصدرة لصكوك وحدها كل التبعات المالية لتلك المخاطر حال وقوعها، فإنها لا تتحمل إلا جزءاً قليلاً من تبعاتها يتمثل في أقساط التأمين التعاوني والتي تلتزم بدفعها لشركة التأمين التعاوني، وبذلك تتحمل شركة التأمين قدراً كبيراً من هذه المخاطر.

كما أنه على الجهة المصدرة للصكوك أن تقسم أصولها المالية إلى أصول ذات تكاليف تأمينية عالية وإلى أصول ذات تكاليف تأمينية منخفضة، حيث تقوم بالتأمين المباشر للأصول ذات التكاليف المنخفضة، وتسجل الأصول ذات التكاليف المرتفعة في شركات إعادة التأمين الإسلامي.

ويقصد بعملية إعادة التأمين: قيام شركة التأمين المباشرة بتأمين الخطر المؤمن منه كلياً أو جزئياً والذي يفوق قدراتها المالية لدى إحدى شركات إعادة التأمين الكبرى ذات الملاءة المالية العالية.

ويعود إعادة التأمين تلتزم شركة التأمين المباشر بدفع جزء من أقساط التأمين المستحقة لها من المؤمن لهم لمعيد التأمين، ويلتزم معيد التأمين بتحمل حصة من المخاطر بالنسبة نفسها التي إقتسم بها مع شركة التأمين المباشرة أقساط التأمين.

ويعود ذلك: إن تعرض أحد المشتركين في شركات التأمين الإسلامي لمخاطر أكبر من القدرة المالية لشركة التأمين المباشرة، فإنها تغطي الجزء المستطاع من المخاطر، وترجع الجزء الآخر إلى شركة إعادة التأمين بقصد توزيع الخطر بين الشريكين.

وترجع أسباب إعادة التأمين إلى:

1- عجز شركات التأمين الإسلامي المباشرة عن التأمين على الممتلكات ذات القيمة المالية الضخمة كتأمين الصكوك التي تمول بها المصانع والطائرات والسفن، ولا شك أن تأمينها بشكل كلي يفوق المركز المالي لشركة التأمين المباشرة.

2- زيادة الطاقة الإستيعابية لشركات التأمين المباشرة في مجال قبول الأخطار لزيادة كسبها.

وفي هذا المجال قام البنك الإسلامي للتنمية بإنشاء المؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وإئتمان الصادرات في عام 1994م، وهي مؤسسة دولية تتمتع بكامل الشخصية الاعتبارية، وتهدف إلى توسيع عمليات التأمين وإعادة تأمين الصادرات

بين الدول الأعضاء لتغطية إستيفاء بيع الصادرات ضد المخاطر السيادية مثل وجود القيود على تحويل النقد الأجنبي أو نزع الملكية أو إضطرابات الدولة.

ويمكن للمؤسسات المصدرة للصكوك الإسلامية أن تلجأ إلى المؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وإئتمان الصادرات للتأمين ضد المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك. خاصة وأن هذه المؤسسة تعنى بتأمين ضد المخاطر السياسية، خاصة مخاطر القيود على تحويل النقد الأجنبي أو نزع الملكية أو الحروب أو الإضطرابات السياسية داخل الدولة. ولأن هذا النوع من المخاطر مصدره جهة سيادية فإنه يصعب ملاحقتها قضائياً، وبالتالي يصعب التحكم أو حتى التنبؤ بها، لإرتفاع تكاليف تأمين مثل هذه المخاطر، كما أن شركات التأمين المحلية قدرتها التأمينية محدودة للتأمين ضد هكذا مخاطر، وبحكم كون المؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وإئتمان الصادرات ذات صبغة دولية وعلاقات واسعة مع شركات تأمين دولية تتعامل معها في إطار قواعد الشريعة الإسلامية في إعادة تأمين هذه الصكوك، قادرة على تأمين هكذا مخاطر وكفيلة بتقديم العلاج الناجع إضافة أنها تؤمن الإستثمارات ضد مخاطر سعر الصرف وكذا تأمين السلع المستوردة من الخارج من المخاطر التي قد تتعرض لها السلعة أثناء النقل.

لذلك على الجهات المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات، وفي ظل تواجد التأمين التعاوني¹، فالتأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الإئتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الإستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

المطلب الرابع: الإحتياطات

تقوم فكرة تكوين الإحتياطات على نفس الأساس الفكري للتأمين التعاوني، من حيث أنهما قائمان على أساس إشتراك أفراد في دفع أقساط متساوية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها، إلا أن تكوين الإحتياطات يكون محدود النطاق وبين أفراد يشتركون في نشاط إستثماري واحد، حيث لا يوجد مانع شرعاً من إشتراكه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على إقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي جواز ذلك، حيث ورد في دورتها الرابعة المنعقدة في جدة- المملكة العربية السعودية في الفترة من 6 إلى 11 فيفري 1988م: « ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على إقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في الإحتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال»^{*}، ويقوم هذا المبدأ على أساس تخصيص نسبة محددة من الأرباح التي يحققها المشروع، في سداد ما ينقص من رأس المال أو إنخفاض الربح عن حد معين في سنة معينة بإعتبار ذلك تبرعاً ممن يملك رأس المال وعائده.

ففي حال تحقيق المشروع فائض أرباح ولدورات مستمرة، فإن هذا يؤدي إلى زيادة الإحتياطات، مما يجعل من تأثر المشروع بالمخاطر ضعيفاً على الأقل في المدى القصير، لأن أية خسارة أو تذبذب يحصل في عوائد الصكوك الإسلامية يجبر من الإحتياطات التي تشكلها المؤسسة بشكل منتظم من حصيلة عوائد الأنشطة الإستثمارية التي تمثلها الصكوك، وفي الحالة التي تزيد فيها مخصصات الإحتياطات عن جبر الخسارة أو نقص الربح يصرف في نهاية المشروع على وجه الخير، ويمكن إشتراط موافقة المالك الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع، لأن الصك يحمل في ظهره ما يفيد إقتطاع نسبة من الأرباح لتكوين الإحتياطي لمواجهة المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك المصدرة.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ص 128-134، وزياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 12-13

* أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص 1809

ويصلح تكوين الإحتياطيات مع كل أنواع الصكوك الإستثمارية التي تدر عوائد دورية، بتحديد نسبة معينة من العوائد المحققة في كل دورة، وإن أي أرباح يحققها المشروع فوق معدل العوائد الدورية تودع في صندوق الإحتياطيات، كما أنه يمكن للمؤسسة وبموافقة حملة الصكوك إقتطاع نسبة من الأرباح ولو لم يحقق المشروع فائض أرباح لهذا الغرض.

إذ أن هذه الآلية (الإحتياطيات) مرهون بتحقيق المشروع أرباحاً في بعض دوراته على الأقل، فالمشروع الذي لا يحقق أرباحاً أو فائضاً في الأرباح لا مجال له لتكوين إحتياطيات، أما إذا حقق المشروع أرباحاً، فإن هذه الحصص تجنب وتغطي بها كافة أنواع المخاطر المتوقعة في الصكوك، منها المخاطر الإئتمانية، لأنه قد تمول حصيللة الإكتتاب مشروع في البيوع الآجلة، وقد لا يلتزم العملاء بالوفاء بالتزاماتهم المالية في التواريخ المحددة، مما قد يؤدي إلى إنخفاض قيمة العوائد الدورية، ففي هذه الحالة فإن هذا النقص في السيولة يقطع من صندوق الإحتياطي الداخلي للمشروع الإستثماري، على أن يتم تسديد هذا المبلغ إلى الصندوق فور تسديد العملاء، ما عليهم من التزامات مالية حتى يستعان بها في أزمات لاحقة، وكلما زادت نسبة الإحتياطيات الداخلية كلما كان المركز المالي للمشروع الإستثماري أكثر متانةً وصموداً أمام الأزمات.

كما يمكن تكوين إحتياطي من دخل مشروع المضاربة، عندما يحقق فائض أرباح لجبر الخسائر التي قد يبنى بها المشروع في الدورات اللاحقة، وهذا قبل إقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين إحتياطي مخاطر الإستثمار في الصكوك الإسلامية، وذلك بإقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد إقتطاع المضارب لغرض الحماية من الخسائر المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك، وفي حالة ما حقق المشروع أرباحاً فائضة طوال عمر المشروع، من الباحثين من يرى، أن هذا الإحتياطي يوزع على وجه الخير عند إطفاء الصكوك الإستثمارية¹ أو يوزع على حملة الصكوك.

المطلب الخامس: التنوع Diversification

إن التنوع مبدأ إستثماري مهم في النظرية المالية التقليدية ويمكن تطبيقه في الصناعة المالية الإسلامية ، والذي يمثل إستراتيجية إستثمارية لتدنية المخاطر، يتلخص مفهومه في الحكمة القائلة «لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة» «Not Putting All Eggs In One Basket» أو عليك بنشر المخاطر «Spread the Risk»، ونموذج المحفظة الإستثمارية يعكس هذه الإستراتيجية، وبالتالي تمثل المحفظة مدخلاً Approach لتقليل المخاطر، مقارنةً بأي إستثمار منفرد بسبب منفعة التنوع التي تحظى بها².

لذلك نجد في الإستثمار كلمة التنوع ملازمة لكلمة محفظة، والتي تعني الإستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالياً أو سلعياً، والهدف الرئيسي للتنوع في الإستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، و الذي يفيد في تقليل الخسائر التي قد يتعرض لها الإستثمار، فإن إنخفاض قيمة أصل قد يقابله إرتفاع في قيمة أصل آخر، وبالتالي فإن المستثمر يعظم منفعته من الإستثمار في ضوء تنوع محفظته³.

وإنطلاقاً من ذلك، تقوم هذه الآلية في حالة الصكوك الإسلامية على تنوع جهة الإصدار من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء. ذلك أن التنوع بحد ذاته لا يتعارض مع أحكام الشريعة.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 135-136.

² محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 203-204. بتصرف.

³ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الإستثمار، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ورقة بحث متاحة على الرابط:

http://www.iraqism.com/vb/attachment.php?attachmentid=285&d=1253890482، تاريخ التحميل: 2009/09/09م، ص6

توجد أسس مختلفة للتنوع، من أهمها تنوع جهة الإصدار، وتنوع تواريخ الإستحقاق، والتنوع الإقتصادي، والتنوع الدولي¹، ومن خلال مايلي، تفصيل لذلك:

أولاً- تنوع جهة الإصدار : وهذا النوع من التنوع يعني ألا تكون الصكوك الإستثمارية المكونة للمحفظة من جهة واحدة بل يجب تنوع جهة الإصدار لأكثر من جهة، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد، هما:

1- أسلوب التنوع الساذج أو البسيط **Diversification Naive or Simple** : يقوم التنوع الساذج أو البسيط

على فكرة أساسية، هي أنه كلما زاد تنوع الإستثمارات التي تضمنتها المحفظة، إنخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدتها، فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من صكوك أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من صكوك أصدرتها جهة إصدار واحدة أو إثنان، وقد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، وهذا لعدم التركيز على عدد محدود من الإستثمارات.

في هذا الصدد تشير الدراسة التي قام بها إيفانزوارشر إلى أن أسلوب التنوع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر ذات الصيغة الخاصة.

على أن يؤخذ في الحسبان عدم الإفراط في تنوع مكونات المحفظة لما لذلك من آثار عكسية أهمها:

أ- صعوبة إدارة المحفظة بسبب كثرة جهات الإصدار وضرورة تحليل المركز المالي لها.

ب- تكاليف عالية للبحث عن إستثمارات جديدة لضمها للمحفظة.

ج- ارتفاع تكاليف شراء الإستثمارات، فالتنوع الكبير يعني شراء كمية صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي

بدوره إلى ارتفاع متوسط المادة المدفوعة للسماسرة.

د- إتخاذ قرارات مالية غير سليمة، كإستثمار في صكوك عالية المخاطر وامتدنية العوائد.

نتيجة لهذه النقائص التي شابت هذا الأسلوب من التنوع، حاول بعض الخبراء إقتراح تنوع آخر أكثر دقة

يقوم على أساس من القياس والتحديد، فكان الباحث دهاري ماركويتز أول من بادر بذلك في إطار (نظرية

المحفظة المالية) والتنوع الجيد.

2- **تنوع ماركويتز:** أثبتت نظرية ماركويتز 1952م، أن التنوع السابق " الساذج" أي التنوع القائم على أساس

زيادة الإستثمارات المكونة للمحفظة غير كفاء، لأنه لا يؤدي إلى تقليل المخاطرة، وجاءت نظريته ضمن ما

يسمى " بالتنوع الكفاء" الذي يقوم على أساس تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة

المالية، ولقد قام ماركويتز بتقديم إسهام رائد في هذا المجال من خلال طرحه إطار للقياس الكمي لكل من العائد

والمخاطرة، وأظهر كيف يمكن أخذ العلاقة بين المخاطر وعوائد الأوراق المالية في الحسبان عند تكوين

المحفظة، وذلك من خلال الأخذ بعين الإعتبار معامل الإرتباط بين عوائد متولدة عن الصكوك المكونة للمحفظة

الإستثمارية، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد إستثمارات الصكوك التي تتكون منها المحفظة، فإن

المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة أو توجد بينهما علاقة عكسية، لأن

درجة الإنخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنوع تعتمد على درجة الإرتباط بين عوائد مختلف

الصكوك الإستثمارية التي تكون هذه المحفظة ، حيث أنه كلما إنخفض معامل الإرتباط بين عوائد الصكوك

¹ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 130.

الفردية، إنخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب من التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من المخاطر العامة (النظامية). ينبغي أن يكون معامل الارتباط بين الصكوك الفردية داخل المحفظة سالباً قدر الإمكان، بحيث أن نجاح بعضهم يغطي فشل الآخر وتقل المخاطرة في المحفظة، وأن يتم إختيار الصكوك الفردية من ضمن مجموعة (الصكوك الكفاء) التي تحقق عائداً أعلى من غيرها مع تساوي المخاطرة، وقد افترض ماركويتز أن هناك محفظة واحدة من جميع البدائل المتاحة هي الأفضل من حيث العائد بالقياس إلى المخاطرة، وعليه فإذا تمت معرفة العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة للمحفظة يمكن للمستثمر أن يحدد المحفظة الأمثل والأفضل.

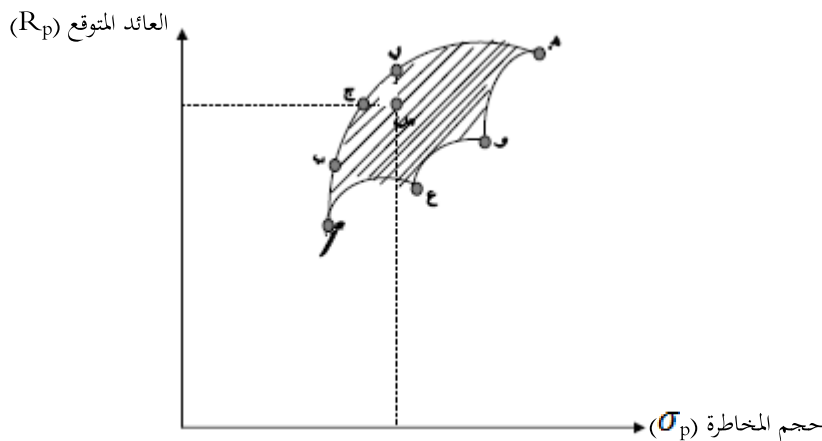
فإذا افترضنا أننا ندرس عدد (ن) من الإستثمارات، فإنه يمكن تكوين عدد لانهائي من المحافظ الإستثمارية، ويكون لكل محفظة عائداً متوقعاً ويقابله حجم المخاطر الممثل بالانحراف المعياري، وتظهر جميع المحافظ المحتملة والممكن تحققها في المنطقة المظلمة من الشكل رقم (2، 4).

بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة والتي يمكن تكوينها من الأصول المتاحة، فما هي المحفظة التي يجب إختيارها؟ الواقع أن الإختيار يتضمن إتخاذ قرارين:

✓ تحديد مجموعة المحافظ الكفاءة.

✓ الإختيار من بين هذه المجموعة، تكون تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر بأقصى درجة، وتعرف المحفظة (الكفاءة) بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من المخاطر، أو التي تحقق أقل درجة من المخاطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع¹.

شكل رقم (2، 4): يوضح منحنى الإستثمار الكفاء



المصدر: نقلا عن: كمال موسى، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مرجع سابق، ص 46

ثانياً - تنويع تواريخ الإستحقاق: قد تصدر الصكوك لأجال مختلفة (قصيرة أو متوسطة أو طويلة)، وذلك حسب المدة الزمنية للمشاريع المستثمر فيها، وقد طرح هذا النوع من التنويع لتفادي مخاطر التضخم بإعتبار أن الصكوك ذات الآجال الطويلة أكثر عرضة للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل تعرضاً لمخاطر التضخم قياساً بالصكوك التقليدية نظراً لطبيعتها مكوناتها، وقيامها على المشاركة في العُثم والعُرم.

ثالثاً - التنويع القطاعي: يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناءً على المبدأ الذي يشير

¹ كمال موسى، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مقال منشور بمجلة الباحث، العدد 2004/3، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، ص 43-44، بتصرف

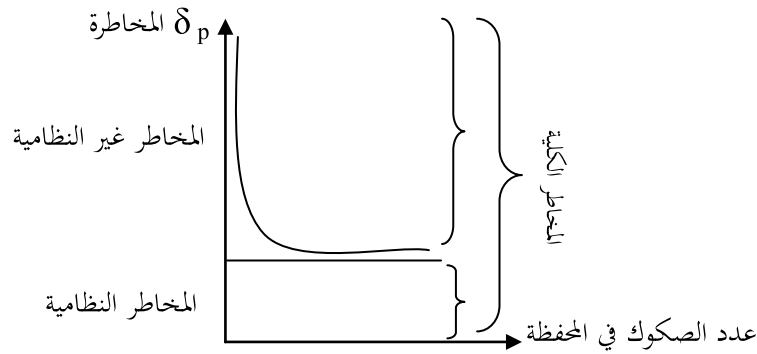
إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية، والتنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة إرتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة، ومن ثم فإن تنويع إصدار الصكوك الإسلامية ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر ويقى من صدماتها.

رابعاً- **التنويع الدولي**: يهدف التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية، أصبح التنويع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضاً في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف¹.

يستهدف المستثمر من خلال عملية التنويع والتوجه نحو المحافظ دون الورقة الفردية الحصول على عائد لا يقل عن عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة فرادى، ولكن في الوقت نفسه يستطيع تدنية المخاطر للمحفظة مقارنة بمخاطر كل ورقة، إلا في الحالات الإستثنائية التي يقتصر فيها التنويع على عدد قليل من الأوراق وتكون معدلات الإرتباط تامة السالبة (-1) فيما بين الأوراق حيث يتلاشى أثر التنويع.

فإذا حسبنا المخاطر الكلية كونها مجموع المخاطر غير النظامية التي يمكن تدنيها عن طريق التنويع، والمخاطر النظامية التي لا يعد التنويع مدخلاً للتخفيف منها، فإن الشكل البياني رقم (5.2)، المستمد من دراسة إحصائية لعينة عشوائية لمحافظ تتكون من أعداد متباينة من الأوراق يوضح أن المخاطر غير النظامية (المخاطر القابلة للتنويع Risk Diversification) تتناقص مع زيادة عدد الأوراق في المحافظ (التنويع) مقترية من مستوى المخاطر النظامية (غير قابلة للتنويع Non Diversifiable) التي تمثل الحد الأدنى للمخاطر (Asymptote)².

شكل رقم (2، 5): يوضح العلاقة بين مخاطر المحفظة وعدد الصكوك فيها



المصدر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 219. بتصرف

لذلك يعتبر التنويع آلية مهمة لعلاج مخاطر عدة، فمخاطر سوء إدارة المحفظة الإستثمارية يمكن التقليل منها وعلاجها بتنويع المستثمر محفظته من حيث جهة الإصدار ومن حيث أنواع الصكوك الإستثمارية.

فمن حيث جهة الإصدار فإن على المستثمر أن لا يستثمر أمواله في صكوك قائمة كلها على مشروع إستثماري واحد أو جهة إصدار واحدة، لأن إحتمال تعرض محفظته للمخاطر في هذه الحالة يكون أكبر، وذلك لإمكانية تعرض المشروع لمخاطر قد ينتج عنها هلاك الأصول أو إنخفاض إيراداتها، أما إستثماره في صكوك قائمة على عدة مشاريع إستثمارية ومن

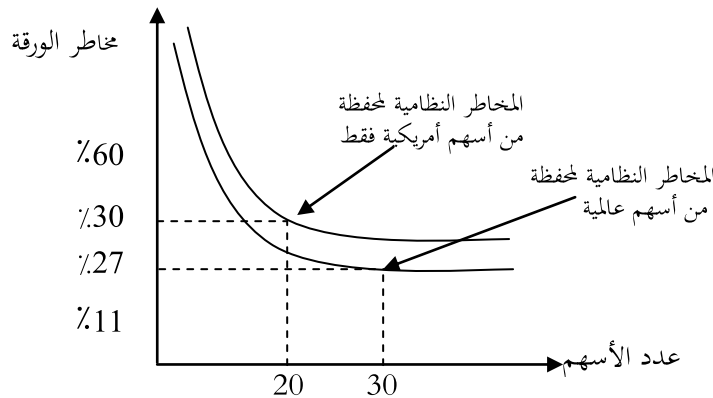
¹ أشرف دوايه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 132-133.

² محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 218.

جهات إصدار مختلفة¹، فإنه لا يعقل أن تتأثر جميع جهات الإصدار (منشآت، حكومة) بأحداث عشوائية بالوقت نفسه، بل أن تدمي إنتاجية منشأة (جهة الصك أ) في مدة معينة مثلاً يقابلها ارتفاع إنتاجية منشأة أخرى (جهة الصك ب) في المدة نفسها، وهكذا، تاركاً المخاطر غير النظامية لجهود التنويع.

كما على المستثمر ألا يقتصر على نوع واحد من الصكوك في حال استثماره في أكثر من صك استثماري واحد، فعليه أن ينوع الصكوك من حيث نوعها، ولا يقتصر استثماره على الأسواق المحلية بل يتعدى ذلك ويستثمر في الأسواق العالمية (التنويع الدولي)، ويوضح الشكل (6.2) مثلاً عن كيفية تحقيق إنخفاض حاد في المخاطر من خلال عملية التنويع، فإنشاء محفظة من (20) ورقة مالية مختلفة يؤدي إلى تخفيض المخاطر بمعدل (30%) مقارنة بالإحتفاظ بورقة مالية واحدة، كما أنه أمكن تخفيض المخاطر وحتى النظامية بإقتناء أوراق مالية عالمية من خارج الولايات المتحدة الأمريكية² نتيجة التقليل من مخاطر السوق ومخاطر تذبذب سعر الصرف ومع التنويع الدولي يمكن التقليل من أثر المخاطر الطبيعية وذلك بالإستثمار في مناطق جغرافية متنوعة

شكل رقم (6.2): يوضح دور التنويع في تخفيض المخاطر



المصدر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 220

ولكن التنويع نفسه قد يكون سبباً للمخاطر إن لم يحسن المستثمر إدارة المحفظة، لذا يجب أن يتبع مدير المحفظة عدداً من الإستراتيجيات حتى يرفع كفاءة محفظته، ولقد بينت بعض الدراسات أن إدارة المحفظة الإستثمارية لا تتطلب التركيز فقط على إختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية لتحقيق عوائد إستثمار متنوعة، بل يمكن عمل ذلك من خلال قرارات تخصيص الموارد، فعلى سبيل المثال يمكن تقسيم الأموال المعدة للإستثمار في الصكوك الإسلامية بين مؤشرين للصكوك مثلاً: مؤشر داو جونز سيتي جروب للصكوك Dj Sukuk Index ومؤشر HSBC/NASDAQ Dubai USA Dollar Sukuk Index (SKBI)، اعتماداً على توقعات المستثمر بالنسبة للأداء المستقبلي للسوق خلال الدورة القادمة، وتعرف هذه بإستراتيجية تخصيص الأصول التكتيكي* (Tactical Asset Allocation)، وتعتمد نجاح هذه الإستراتيجية على التوقع الصحيح لتحركات السوق ككل بدلاً من الحاجة إلى توقع إتجاهات الأسعار بالنسبة للشركات كل على حدة. ويمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الصكوك الإسلامية إلى طريقتين وهما الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 157-158.

² محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 219، بتصرف.

* ويعتبر تخصيص الأصول التكتيكي من إستراتيجيات الإدارة الفعالة للمحفظة الاستثمارية التي تقوم على تعديل النسب المئوية لتخصيصات الأصول داخل كل فئة لاغتنام أفراف الأسعار أو فرص اختلال التسعير، أو للإفادة من القطاعات الاقتصادية الواعدة. ومع ذلك لا يقصد من إعادة التوازن بحسب أسلوب تخصيص الأصول التكتيكي العودة إلى مزيج الأصول الأصلي، وذلك نظراً لطبيعته التكتيكية أو قصيرة الأجل التي أساسها الاستجابة للمستجدات التي تطرأ على الأسواق، حيث يعود حملة تلك المحافظ حال تحقيق الأهداف قصيرة الأجل إلى مزيج الأصول الإستراتيجي الأصلي الذي بنيت عليه المحفظة في المقام الأول، من خلال عملية إعادة التوازن المعهودة.

لمحفظة الصكوك.

1- الإدارة الساكنة لمحفظة الصكوك الإسلامية: تمثل الإدارة الساكنة لمحفظة الصكوك الإسلامية إستراتيجية الشراء والإحتفاظ طويل المدى، وعادةً ما تتم محاولة مجارة مؤشر صكوك معين، حيث يتم شراء الصكوك المكونة بهذه الحالة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ويطلق على ذلك تعبير: Indescing، ويجب الإنتباه عند إستخدام هذه الإستراتيجية إلى أن مجارة المؤشر تتطلب إعادة إستثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الصكوك التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر.

إن الهدف من تكوين محفظة مؤشر ليس التغلب على هذا المؤشر وإنما مجارته من حيث العائد، لذا فإن الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد المحفظة من عائد المؤشر، ويمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب من هذه الإستراتيجية وهي كما يلي:

أ- أسلوب المحاكاة الكاملة Full Replication: وفي إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماماً لمؤشر الأسعار، أي أنه يتم شراء نفس الصكوك المكونة للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها المؤشر أيضاً، ومن الجدير بالذكر أن إتباع هذا الأسلوب يتطلب من المستثمر إعادة إستثمار الأرباح الموزعة على إستثماراته في نفس مكونات المحفظة مع الإحتفاظ بنفس نسب الإستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغير في مكونات المؤشر وذلك ليقوم بعكس هذا التغير على مكونات محفظته، ويعاني هذا الأسلوب في تنفيذ الإستراتيجية الساكنة من عيبين جوهريين وهما:

- أن المستثمر يكون بحاجة إلى الإستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية، نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر.
- إن إعادة الإستثمار للأرباح الموزعة قد لا تكون ممكنة بدقة، كما أن هناك عمليات إضافية على إعادة الإستثمار.

ب- أسلوب المعاينة Sampling: نظراً للعيوب التي تكتنف أسلوب المحاكاة الكاملة فإن بعض المستثمرين قد يفضلون إتباع أسلوب المعاينة في محاكاة المؤشر، وذلك اعتماداً على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب مع إمكانية الإعتماد على نتائجه، وهنا فإن المستثمر يقوم بإختيار عينة الصكوك الممثلة في المؤشر، وبالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد محفظته مطابقة تماماً لعائد المؤشر.

ج- أسلوب الإنتقاء: ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر يقوم بإختيار مجموعة من إستثمارات الصكوك الإستراتيجية ليتم شراؤها والإحتفاظ بها لفترة طويلة معتمداً على ما توفره هذه الإستثمارات من أرباح موزعة وإرتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائداً معقولاً يتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة إحتفاظه بهذه الصكوك.

ويقع ضمن هذا الأسلوب الإستثمار في صناديق إستثمارات الصكوك، الذي يكون بمواصفات معينة معلومة وتتناسب مع أهدافه وإحتياجاته الإستثمارية.

2- الإدارة النشطة: صممت هذه الإستراتيجية بهدف توليد عوائد من خلال التغلب على أداء مؤشر السوق، لذا فإن من يدير محفظة الصكوك وفق هذه الإستراتيجية يلجأ بإستمرار إلى تغيير مكونات المحفظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها محفظة السوق ككل، لذا فإن من الطبيعي أن تكون المخاطر أكبر في هذه الحالة. ويمكن تنفيذ هذه الإستراتيجية بالإعتماد على التحليل الأساسي والفني للصكوك ووفقاً للأساليب التالية:

- أ - أسلوب توقيت السوق Time the Market: ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين صكوك مؤشرين مثلاً اعتماداً على تنبؤاته باتجاهات مؤشر السوق
- ب - أسلوب الإقطاعي: وهنا يقوم المستثمر بنقل الأموال بين قطاعات الصكوك المختلفة الصناعية والخدمية والمالية كالإستثمار في صكوك العقارات مثلاً ثم الانتقال إلى صكوك الإتصالات وهكذا بحسب توقعات المستثمر للسوق.
- ج- أسلوب البحث عن الصكوك Sukuk Picking: ويقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي صكوك مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر الأقل والبيع بالسعر الأعلى.
- إن إختيار أحد الإستراتيجيتين يعتمد على طبيعة السوق وطبيعة المستثمر ومدى إيمانه بكفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق، فإذا كانت الأوراق المالية المسعرة بقيم عادلة، ومن وجهة نظر المستثمر، فليس هناك حاجة لإتباع إستراتيجية الإدارة النشطة وما يترتب عليها من تكاليف إضافية تتمثل بعمولات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة، أما إذا كان إعتقاد المستثمر بأن الأسعار في السوق ليست مقيمة بقيمتها العادلة وإن بإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل لمعلومات السوق شراء الصكوك بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق فإنه سيتبع إستراتيجية الإدارة النشطة، وهنا فإن عليه أن يحقق عائداً أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعملات التي سيتكبدتها نتيجة إتباعه هذه السياسة¹.
- ومن عوامل نجاح إدارة المحفظة الإستثمارية إتباع مديرها لنقاط التالية:
- 1 - أن تكون الإستراتيجية ملائمة للقدرات المالية والإدارية لصاحب المحفظة ومتطلباته النقدية ومستوى تحمله للمخاطر.
 - 2 - يجب على المدير عند البدء في إدارة المحفظة تدقيق وتقييم أوضاع الإستثمار المحلية والعالمية، وهذه المسألة تعد مهمة للمستثمرين، وذلك لأن جميع المؤسسات المحلية منها والعالمية دائماً ما تعلن أن إستثماراتها هي الأفضل، ويجب أن يكون القرار الإستثماري في المحفظة دائماً مبنياً على الأداء والحقائق والتوقعات المستقبلية الدقيقة، لا على الدعايات والإعلانات.
 - 3 - تحديد وتحليل أهداف المحفظة، فعلى المدير أن يحدد فيما إذا كان يريد إستثماراً طويلاً الأجل أو قصيراً الأجل.
 - 4 - تحديد وتحليل نوع الصكوك الإستثمارية المراد إستثمارها، وورقت الشراء، ويعد هذا من البنود الأساسية في الإستراتيجية المثلى لبناء المحفظة الإستثمارية، ويشمل التحليل أداء الصك الإستثماري.
 - 5 - مراقبة مكونات المحفظة من الصكوك للتحديد الجيد لوقت البيع والشراء، فيجب أن يكون مدير المحفظة الإستثمارية دقيق الملاحظة بالنسبة لأداء الصكوك الإستثمارية داخل المحفظة، لأنه قد تطرأ تقلبات شديدة في السوق يمكن أن تتسبب في خسائر هائلة، ومن ثم فعلى الأشخاص غير المختصين في إدارة المحافظ توكيل جهة متخصصة للقيام بذلك حتى تتمكن من إدارتها بكفاءة.
 - 6 - يمكن إستخدام مبدأ السيادة في تكوين المحفظة الإستثمارية، ويعني مبدأ السيادة إستخدام العائدات والمخاطر التي تنطوي عليها الإستثمارات المتاحة كأساس للمفاضلة بينهما ويقضي مبدأ السيادة بأنه:

¹ بشر محمد موفق، الأسواق المالية الإسلامية، كراسة خاصة بالمشاركة في الدورة التدريبية "شهادة المختص الإسلامي في الأسواق المالية"، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2011م، ص ص 143-145، بتصرف.

أ - إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الإستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائده لأقل قدر من المخاطر.

ب - إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الإستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد.

وتقاس مهارة مدير المحفظة الإستثمارية بأداء المحفظة، وثمة ثلاث مستويات لذلك:

أ - أداء جيد: ويكون ذلك عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق.

ب - أداء مقبول: ويكون ذلك مقبولاً عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.

ج - أداء غير مقبول: عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق¹.

المطلب السادس: التحوط Hedging

يعرف التحوط Hedging بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد، والذي يعرف أحياناً بالخطر المالي Financial Risk. ونظراً للتغيرات الهيكلية التي حدثت في الإقتصاديات المعاصرة، من تغير وتحرر لأسعار الصرف وحرية إنتقال رؤوس الأموال والبضائع، والتطور الكبير في تقنية الحاسوب وإنخفاض تكلفة إستخدامه، فقد أصبحت التقلبات في الأسعار أحد الصفات المميزة والغالبة في الإقتصاديات المعاصرة. وأصبحت إدارة مخاطر هذه التقلبات أو التحوط من آثارها من الضرورات المعاصرة للبقاء وعدم إفلاس النشاطات الإقتصادية سواء أكانت مؤسسات خاصة أو شركات صناعية أو زراعية أو خدمية، أو مؤسسات مالية. وأصبح من أهم وظائف الإدارة العليا في هذه المنشآت وضع السياسات للسيطرة على هذه المخاطر بقياسها وتسعيرها Pricing Risk والتحوط منها Hedging Risk².

إن فالتحوط Hedging يراد به عموماً الوقاية والإحتماء من المخاطر والمخاطر جزء من طبيعة النشاط الإقتصادي، ومن المستحيل تحقيق ربح دون تحمل مخاطر.

وهناك من يفرق بين التحوط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الإحتفاظ بإمكانية الربح.

والتحوط بهذا المعنى: هو الوقاية والإحتماء من المخاطر، الهدف منه إذا ليس إجتناّب المخاطر وإنما إدارتها والسيطرة عليها، وهذا المفهوم الحديث يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأهدافها من حيث حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه - فليس هناك إشكال من حيث المبدأ حول هذا الهدف، ولكن الإشكال يتعلق بالوسائل المتبعة للتحوط، فالتحوط يكون مقبولاً طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي، وهذا ما يضمن أن يكون تبادل المخاطر ملازماً لتوليد الثروة. وبذلك تحقيق إيجابيات توزع المخاطر دون الوقوع في سلبيات المجازفة التي تؤدي إليها المشتقات وهو المأزق الذي تواجهه الصناعة التقليدية، وهو سيطرة جانب المجازفة على جانب التحوط.

فالتحدي الذي تواجهه الهندسة المالية الإسلامية هو إيجاد أو تصميم أدوات ومنتجات تنجح في تحقيق التحوط وإدارة المخاطر دون أن تنحرف إلى دائرة المجازفة والمراهنة³.

¹ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 159-160.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد الإسلامي، المجلد رقم: 11، 1419هـ/1999م، ص 57

³ سامي إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 1428هـ/2007م، ص 135

وبغض النظر عن أدوات التحوط سواءاً كانت تقليدية أم إسلامية (متوافقة مع الشريعة)، فإن وضع خطط إستراتيجية للسيطرة على المخاطر والتحوط منها، أصبح من أولويات المؤسسات المالية، وذلك لما يحققه من نتائج إيجابية منها:

1 - إدارة المخاطر والتحوط سيؤديان إلى إستقرار التدفقات النقدية وعدم تقلبها، وهذا يعطي ميزة للشركة عن منافسيها إذ يجنبها مفاجآت تقلب العوائد ويقلل إحتمال إفلاسها وإخفاقها.

2 - التحوط يؤدي إلى قدرة الشركة على تجنب تأجيل إستثماراتها المخطط لها، حيث تتخفص تدفقاتها النقدية، وتجنب تغير إستراتيجياتها الإستثمارية، وهذا سيؤدي إلى إرتفاع قيمة الشركة وصكوكها وأسهمها في السوق.

3 - إن إستقرار وعدم تقلب التدفقات النقدية للشركة بسبب سياسات التحوط يزيد من درجة الثقة في مقدراتها ويزيد من جدارتها الإئتمانية.

4 - إن مزايا التحوط تتجاوز الشركة إلى المتعاملين معها، فالدائنون سوف يزيد إطمئنانهم إلى إمكانية الشركة في سداد ديونها، والموظفون والعاملون بها تزيد تطلعاتهم بها، وتحسن أحوالهم الوظيفية، وعملاءها سيستفيدون من إستقرار أسعار منتجاتها، وعليه إطمئنان حملة صكوكها بمساهمتها بإستقرار وإستمرار عوائدهم الدورية منها¹.

إن التحوط في الأسواق المالية التقليدية، عادة ما يكون بإستخدام أنواع المشتقات المالية، ويرى الكثير من الباحثين في قضايا المال والإستثمار التقليدي، أن المشتقات المالية كأفضل ما إستطاع الفكر الإستثماري إنجازه إلى الآن². حيث شاع العمل بها في المؤسسات والأسواق المالية التقليدية، حتى باتت الأدوات الأساسية والخيار الأول لها ، لتجنب مخاطر الإستثمار خصوصاً الذين يستثمرون في أسواق المال.

ولتعارض هذه المشتقات المالية مع الضوابط الشرعية الإسلامية، وإعتبارها أدوات غير شرعية، لأن منهج عملها يقوم على تسوية المراكز دون تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وهدفها هو نقل المخاطر بصورة تحقق منافع لطرف وضرراً للطرف الآخر، فإنها أصبحت بحق مصدراً للمتاجرة في المخاطر ومرتعاً للقمار بإعتراف العديد من الكتاب الغربيين أنفسهم³.

ونظراً لعدم إمكانية الإعتماد على أدوات التحوط التقليدية للمشتقات المالية من عقود آجلة ومستقبلية وخيارات وعقود مبادلة، فإننا لا نسهب كثيراً في الحديث عنها، وإنما نتطرق إليها بصورة مختصرة للتعريف بها فقط ثم ننتقل إلى أهم الإسهامات في هذا المجال، والتي مازالت تحتاج إلى المزيد من التأسيس بنقل تلك الإسهامات من حيز التنظير إلى حيز التطبيق والممارسة، على نحو يلبي إحتياجات المؤسسات المالية الإسلامية ويحقق الكفاءة الإقتصادية من دون تفريط في المصداقية الشرعية، وهو ما تشدد الحاجة إليه في الجانب التطبيقي.

أولاً- المشتقات المالية Financial derivatives:

تعد من المستحدثات في الأصول المالية، وإنعكاساً للرغبة في تعظيم العائد فضلاً عن تقليل المخاطرة. ويظهر المشتقات المالية لم يعد المضاربون* في حاجة إلى التعامل بالأصول التقليدية، حيث توفر المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة

¹ عبد الرحيم الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 65

² بالعزوز بن علي، إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 15

³ نقلا عن: أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 129

*المضاربون: تحاول هذه الشريحة الإستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات إحتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

في الأوراق المالية. والمشتقات هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم، سندات، وكذلك سلع وعمليات أجنبية... إلخ) وبالتالي فإن أداء العقد المشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد. وتعرف المشتقات أيضاً بأنها مطالبات محتملة Contingent claims، وإنشاء المشتقة كونه خياراً مرناً للمستثمر والمدخر يترتب عليه تكلفة (دفع علاوة)، لكنه يعطي في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر كان يصعب تحقيقها دونما خيار المشتقة المالية. نخلص إلى أن المشتقات المالية هي (عقود) يجرى تسويتها في (تاريخ مستقبلي) يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة (على الأصل المالي محل التعاقد).

ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية (بعضاً أو كلاً):

أ - الإتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

ب - تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

ج - وقت سريان العقد Duration

د - تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون: سعر الفائدة، سعر الورقة المالية، سعر سلة أو محفظة مالية، سعر صرف، مؤشر أسعار، وهذه العقود لا تستلزم تملكاً ولا تسليماً ولا تسليماً وتسليماً وتنتهي بحصول أحد الطرفين على فروق الأسعار، وقد وصف البعض المشتقات المالية بأنها ديناميت الأزمات المالية.

ومع تطور أدوات المشتقات المالية بشكل مستمر، فإن هذه الأدوات تزداد يوماً بعد يوم ، غير أن أهم أدوات هذه المشتقات ما يلي:

1- عقود الخيارات Optione Contracts: هو إتفاق بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل

مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة قيام العقد¹.

إن الهدف من التحوط بعقود الخيارات هو أن يحمي البائع نفسه من انخفاض أسعار أصوله، وحماية المشتري نفسه من ارتفاع أسعار السلع المطلوبة، فقد لا يتطابق السعر المتفق عليه في العقد وسعر السوق للأصل وقت التسليم، فقد يكون السعر حينئذ أعلى من السعر المتفق عليه، وقد يكون أقل، فلو كان السعر وقت التسليم أعلى يكون البائع قد حمى نفسه من الخسارة التي قد تلحقه في حالة انخفاض السعر، لكنه أيضاً يحرم نفسه من الأرباح الإضافية التي يجنيها في حالة ارتفاع سعر السوق وقت التسليم عن السعر المتفق عليه، وكذلك المشتري الذي يكون قد حمى نفسه من ارتفاع أسعار الأصول المطلوبة يكون قد فوت على نفسه أيضاً منافع انخفاض السعر عند السعر المتفق عليه².

2- العقود الآجلة Forward Contracts: وهي إتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين،

حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق. وتتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 124-128، وبشر موفق، الأسواق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 68-75، بتصرف

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 145

- ✓ المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن البائع والمشتري يمتلكان الحرية في التصرف وإبتداع أي شروط يرونها لأي سلعة.
 - ✓ لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
 - ✓ تتضمن العقود الآجلة إحتمال مواجهة كل من: مخاطر الإئتمان Credit Risks، مخاطر العجز عن السداد Default Risks وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقود الآجلة الوفاء بالتزاماته، إذ يصعب تنفيذ العقد في موعده المحدد.
 - ✓ يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الإتفاق بين الطرفين.
 - ✓ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد¹.
- يتم التحوط بإستخدام العقود الآجلة إما بشراء عقود أو ببيع عقود في السوق الآجلة، وحين يقوم المتعامل ببيع عقود آجلة لحماية أصل معين لديه، فإنه يأمل في هذه الحالة أن تكون أرباح العقود كافية لتغطية خسائر الأصل عندما تتراجع الأسعار، وهو ما يعرف بالتحوط القصير، كما يحدث أحياناً أن يقوم المتعامل بشراء عقود آجلة على أصل معين يريد حيازته في وقت لاحق، ولكنه يخشى من إرتفاع سعره خلال الفترة القادمة، وفي هذه الحالة، فإن أرباح العقود ستمكّنه من تخفيض تكلفة حيازته لذلك الأصل عندما يحين الموعد وتكون الأسعار قد إرتفعت فعلاً، وهو ما يعرف لدى المتعاملين بالتحوط الطويل، وعليه فإن المستثمر يهدف بشكل أساسي من عملية التحوط بالعقود الآجلة إلى تثبيت الحالة الراهنة لمستوى إستثماراته².
- 3- العقود المستقبلية Futures Contracts: يقصد بالعقد المستقبلي عقد نمطي بين طرفين في سوق منظمة على تبادل أصل معين في مقابل مبلغ نقدي يسدد في تاريخ محدد.
- ويُلزم الإشارة إلى أن العقود المستقبلية تخضع لإجراء تسوية يومية تخضع من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر.
- ويتضح مما سبق:
- ✓ أن العقود المستقبلية عقود نمطية، ولذا فهي لا تختلف عن عقد آخر ولا يجرى تفصيلها وفقاً لرغبة الطرفين من حيث حجم العقد ومدته أو سعره.
 - ✓ أن العقود المستقبلية تتم في أسواق منظمة وهي البورصة.
 - ✓ أن العقود المستقبلية تخضع للتسوية اليومية، حيث يتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.
 - ✓ أن العقود المستقبلية توفر لأحد المتعاقدين أصلاً مقابل ما يدفعه من مال.
 - ✓ تتطلب العقود المستقبلية تقديم ضمان في شكل تأمين لشركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية، وعادة لا يزيد الضمان عن 20% من قيمة العقد.

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 133-134. وبشر موفق، الأسواق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 78، بتصرف

² أحمد الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 142-143

✓ الهدف من العقود المستقبلية هو المضاربة أو نقل المخاطرة أو المراهنة على صعود أو هبوط الأسعار لا الحصول على الأصل محل التعاقد.

ويقصد بالتسويات اليومية في العقود المستقبلية أنه لضمان تنفيذ طرفي العقد المستقبلي لإلتزاماتهما يقوم كل طرف بدفع تأمين لغرفة المقاصة يودع في حسابه، وإذا ما إتجهت الأسعار في صالح طرف ما فإن فرق السعر يضاف إلى حسابه والعكس صحيح، لذا يقال العقد المستقبلي يخضع للتسوية اليومية. وتقوم غرفة المقاصة بدور الضامن لكل من البائع والمشتري فهي تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بإلتزاماته، كما تضمن للبائع وفاء المشتري بإلتزاماته.

- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية: من الناحية العملية هناك بعض أوجه الإختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة أهمها ما يلي:

- 1 - يجرى التعامل على العقود المستقبلية في السوق المنظمة، في حين يجرى التعامل على العقود الآجلة في السوق غير المنظمة. حيث أن السوق الرسمية هي سوق منظمة تحكمها قوانين ولوائح وأعراف، في حين تخضع السوق غير المنظمة لتفصيلات الأفراد.
- 2 - طالما أن التعامل في العقود المستقبلية يجرى في السوق الرسمية، فإن العقود تتسم بالانتمية في بنودها خلافاً للعقود الآجلة التي يتم تفصيلها وفقاً لرغبات المتعاقدين.
- 3 - يقوم كل طرف في العقود المستقبلية بإيداع تأمين إبتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كضامن لكل عملية تتم في البورصة أي في السوق الرسمية، في حين يتعرض المتعاملون في السوق غير الرسمية لمخاطر عدم الوفاء في ظل غياب دور غرفة المقاصة.

وعلى الرغم من أوجه الإختلاف السابقة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية إلا أن هناك أوجه تشابه بينهما، لعل أهمها ما يلي:

- 1- أن كلا منهما لا يترتب عليه تسليم وتسلم للأصول محل التعاقد.
- 2 - أن كلا منهما يستخدم كأداة للمضاربة أو التحوط ضد تقلبات الأسعار.
- 3 - كلاهما عقد ملزم للطرفين، عكس الخيارات.

وعليه يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها عقود آجلة يجرى التعامل عليها من خلال الأسواق الرسمية أو البورصة¹.

4- عقود المبادلة Swaps: هو إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة عقود لاحقة التنفيذ Forward Contracts، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية فصلية، نصف سنوية... الخ).

وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الإختيار ، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يومياً، كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وعقود المبادلة تستخدم غالباً لتغطية المخاطر Hedging Risks وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 135-136، وبشر موفق، الأسواق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 79. بتصرف

والأطراف التي توافق على عقد المبادلة تسمى Counter Parties وغالباً ما تكون أدوات الدين محل التعاقد، وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swap ومبادلة عملات Currencies Swaps ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم) بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائد ثابت¹.

ومن خلال النظرة السريعة عن مفهوم المشتقات المالية، يمكن تلخيص الحكم الشرعي في عقود المشتقات المالية فيما يلي:

- 1 يشترط في عقد البيع في الفقه الإسلامي إنتقال ملكية المبيع من البائع إلى المشتري في الحال وإستحقاق البائع للثمن، وفي عقود المشتقات فإن البائع لا يمتلك ما يبيعه فهو يبيع ما لا يملك. وهو يدخل في باب بيع الإنسان ما ليس عنده، وقد نهى الرسول صلى الله عليه وسلم عن ذلك بقوله: "لا تبع ما ليس عندك".
- 2 إن عقود المشتقات تدخل في باب بيع الكالئ بالكالئ، أي بيع الدين بالدين، حيث يتأجل تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن، وقد أجمع الفقهاء على عدم جواز ذلك².

كما يفترض أن عقود المشتقات تهدف إلى تبادل المخاطر بحيث تنتقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على إحتمالها، وعليه يستطيع الطرف الأقل قدرة أن يتفرغ للعملية الإنتاجية. بينما يستفيد الطرف الأكثر قدرة من العائد الذي يحققه مقابل تحمل المخاطر.

ولهذا الغرض يفترض نظرياً أن تكون المشتقات هي الوسيلة لتحقيق الكفاءة المنشودة في توزيع المخاطر، ولكن المشتقات في الوقت نفسه هي أهم أدوات المجازفة (Speculation) في الأسواق المالية.

وتكاد تتفق وجهات نظر المختصين، من الفريقين، أن المشتقات بطبيعتها مبادلة صفرية، حيث ما يربحه أحد الطرفين هو ما يخسره الطرف الآخر، ولهذا السبب فإن المشتقات المالية لا تعد مبادلة "حقيقية" لأنها لا يراد بها نقل ملكية الأصول محل الإشتقاق، بل يقتصر الأمر في الأغلب الأعم على تسوية فروقات الأسعار عند نهاية العقد.

مما يجعل أهم الأدوات السائدة لمعالجة المخاطر (المشتقات) تتجه إلى النقيض، فهي تفصل المخاطر عن الملكية، وتجعل المخاطر "سلعة" مستقلة، وهذا يؤدي إلى أن تصبح إدارة المخاطر تسير في إتجاه مغاير لمسار توليد الثروة.

فالتحدي إذن هو كيف يمكن تصميم أدوات تخدم الإدارة المنتجة للمخاطر دون أن تتحول إلى أدوات للرهان والمقامرة من خلال تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقاً لمبادئ الإقتصاد الإسلامي وقواعد التبادل في الشريعة الإسلامية.

ثانياً - أدوات التحوط الإسلامية:

هناك عدة إسهامات في مجال أدوات التحوط الإسلامية ، إلا أنها ما تزال بحاجة إلى إطار موضوعي تنتظم فروعها ومسائله ويقدم رؤية واضحة تحدد ما تمتاز به النظرية الإقتصادية الإسلامية مقارنة بالنظريات الإقتصادية المعاصرة. من هذه الإسهامات، محاولة سامي بن إبراهيم السويلم لرسم معالم المنهج الإسلامي تجاه المخاطر، والأدوات الإسلامية الملائمة للتحوط وإدارة المخاطر، وقد خلص في دراسته إلى أن هناك عدة طرق للتحوط يمكن أن تحقق هذا الهدف ، وتم تصنيفها كما يلي:

1- التحوط الإقتصادي: هذا النوع لا يتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو

منفرد يقوم به الشخص الراغب في إجتباب المخاطر ويتضمن الأساليب التالية:

¹ محمود الداغر، المرجع السابق، ص 137-138

² بشر موفق، الأسواق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 97-98

أ- **التنويع:** هو أبرز هذه الأساليب وأقدمها، وقد تم تناوله بشيء من التفصيل في السابق، حيث يعتبر أفضل سلاح لمواجهة المخاطر، فيمكن للمستثمر تنويع محفظته بين صكوك بيع آجل وصكوك سلم بما يجنب مخاطر كل منهما، فالبيع الآجل معرض لمخاطر التضخم، وإنخفاض القوة الشرائية، خاصة إذا كانت ذات آجال طويلة، هذه المخاطر يمكن تحييدها من خلال وجود صكوك سلم في سلع متنوعة، حيث تصبح موجودات صكوك المستثمر محفظة من الديون النقدية والديون السلعية، فالتضخم أو إنخفاض القوة الشرائية يستلزم إرتفاع قيمة السلع، كما أن إنخفاض قيمة السلع يعوضه إرتفاع القوة الشرائية للديون النقدية، وبذلك يمكن لمدير المحفظة أن يحافظ على القيمة الحقيقية لأصوله وإستثماراته المدعومة لصكوكه.

ب- **تماثل القوائم المالية:** من أهم مصادر المخاطر للمؤسسات والمشاريع الإستثمارية، هو عدم تماثل بين الموجودات وبين المطلوبات، أو بين الإيرادات والمصاريف. وفي القطاع الحقيقي تحرص الشركات على تحقيق هذا التماثل بشتى السبل مثل الإنتاج الفوري (Just-in-Time)، والبيع المباشر (Direct-to-Customer) وغيره من التقنيات التي تقلص الفجوة بين الإيرادات والمصاريف. والصكوك الإسلامية تقوم من حيث المبدأ على المشاركة بأنواعها المختلفة، وهي بذلك تنجح في تخفيض المخاطر إلى الحد الأدنى، وهو ما يجعل التمويل الإسلامي أكثر إستقراراً من النموذج التقليدي.

ج - **التحوط الطبيعي:** وهو أن توفق المؤسسة بين إلتزاماتها وأصولها لتكون من نفس العملة. على سبيل المثال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان وإختيار العملات المستقرة في ذلك، وكذلك شراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الإلتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة-كالمرابحة- على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها بشريطة عدم الربط بين القرضين، ومن أشكال التحوط الطبيعي أيضاً، حالة المؤسسات المالية العالمية و التي تعمل في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بعملات عديدة مختلفة مثلاً، فهي بطبيعتها متحوطة من خطر صرف العملات نتيجة التنويع في العملات، دون إستخدام أي أداة من أدوات التحوط.

د- **التحوط الحركي Dynamic Hedging:** يستخدم للتحوط ضد مخاطر الصكوك الإسلامية. ويتم من خلاله بناء محفظة من الصكوك الإستثمارية المطلوبة على أن يتم إدارتها وفق إستراتيجيات إدارة المحفظة الإستثمارية (إستراتيجية الإدارة الساكنة، إستراتيجية الإدارة النشطة) وقد تم تناولها من قبل. ويرى الباحثون أن إدارة المحفظة الإستثمارية لهذه الطريقة تنتهي إلى النتيجة نفسها التي تحققها عقود المشتقات.

2- **التحوط التعاوني:** لا تقتصر إدارة المخاطر على المجال الربحي، بل يمكن أن تقوم على أساس غير ربحي، وقد يكون أكثر كفاءة وأكثر مرونة من الأساليب الربحية.

والنشاط غير الربحي لا يقتصر على جانب التبرع والإحسان الخيري، بل يتعداه ليشمل الجانب التعاوني، وهو قائم على علاقة تبادلية لا تهدف للربح، كما هو الحال في التأمين التعاوني بصوره المختلفة القائم على أساس التعاون وليس الإسترباح، ولهذا فهو محل إلتفاق.

والتعاون ليس من التبرع المحض ولا من المعاوضة المحضة بل له شبه من هذا وهذا، ومحور الفرق بينهما وبين المعاوضة هو إنتفاء الضمان، فالتبادل في التأمين التعاوني يخلو من ضمان التعويض على موجودات صندوق إشتراكات الأعضاء.

ونظراً لإنقضاء المعاوضة على الضمان، فإن عنصر المجازفة غير موجود أصلاً في التحوط التعاوني، وهذا يحقق ميزة توزيع المخاطر وتفتيتها بين المشتركين دون الوقوع في مشكلات المجازفة التي تعاني منها المشتقات، فهي صيغة للتحوط المحض دون أن تشوبه شائبة المجازفة.

لكي تحقق هذه الصيغة هدفها ينبغي أن تكون مخاطر المشتركين مستقلة عن بعضها وغير متلازمة قدر الإمكان، بحيث يتجنب الصندوق احتمال وقوع خسائر دفعة واحدة، وكلما كان المشتركون أكثر تنوعاً كلما كانت إمكانية تفتيت المخاطر أكبر.

وبناءً على ذلك يمكن التحوط من شتى أنواع المخاطر، من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر وعليه يمكن التحوط من شتى أنواع المخاطر، مثل مخاطر العملات ومخاطر الائتمان ومخاطر العائد.

ومن صور التحوط التعاوني كذلك التحوط الثنائي لمخاطر العائد.

أ - التحوط الثنائي لمخاطر العائد: تبرز مخاطر العائد خاصة في الصكوك القائمة على البيوع الآجلة نظراً

إلى أن مقدار الدين في الذمة لا يجوز تغييره. إذا تغير العائد أثناء مدة العقد، وإذا كانت مدة التمويل تمتد لعدة سنوات قد تنخفض تكلفة التمويل، فسيجد العميل نفسه يدفع تكلفة أعلى من تكلفة الثمن، وقد ترتفع فيجد الممول نفسه يحصل على عائد أقل من عائد المثل، وإذا كان عائد المثل يؤثر على الدخل، فالنقاوت بين الدخل والتكاليف يمثل مصدراً من مصادر الخطر.

وبطبيعة الحال لا يمكن تغيير مقدار الدين الثابت في ذمة العميل لأن هذا يناقض ضوابط الشريعة الإسلامية من جهة، كما ينافي مصلحة الطرف المقابل من جهة أخرى، وفي هذه الحالة يمكن اللجوء للأسلوب التعاوني وفق الطريقة التالية:

يتم زيادة مقدار القسط الشهري أو الدوري الذي يدفعه المدين إذا ارتفع معدل العائد والعكس بالعكس، مقابل تخفيض مقدار الدين الكلي الذي في ذمته له، فإذا ارتفع معدل العائد مثلاً 2% فوق العائد المثبت في العقد، فيمكن للعميل أن يزيد مقدار القسط بحسب هذه النسبة، على أن يتم حسم هذه الزيادة من مقدار الدين الإجمالي، فالعميل في هذه الحالة يعجل من سداد جزء من الدين دون تخفيض مقابل التعجيل، وفي المقابل إذا إنخفض معدل العائد فيمكن للعميل تخفيض القسط الدوري بحسبه، دون زيادة مقابل التأخير، بحيث يبقى مقدار الدين الكلي ثابتاً.

وتغيير مقدار القسط سينعكس بطبيعة الحال على مدة السداد، فإذا ارتفع معدل العائد زاد مقدار القسط ومن ثم إنخفضت مدة السداد، وإذا إنخفض معدل العائد إنخفض مقدار القسط وزادت من ثم مدة السداد، ونظراً لأن مدة العقد ومقدار القسط يجب أن يكونا معلومين للطرفين، فإن أي تغيير فيهما يجب أن يتم بالتراضي حين إجراء التعديل، وليس بالالتزام من حيث إنشاء العقد، وهو ما يجعل الصيغة خالية من مشكلة الربا والغرر.

ويمكن إيضاح معالجة هذه المشكلة من خلال الجمع بين الأجل والمشاركة، حيث يتكون الثمن من جزئين، جزء آجل في ذمة المدين يغطي رأس المال، وجزء يتمثل في ملكية شائعة من أصوله المنتجة، وبموجب هذه الملكية يستحق الدائن نصيباً في الأرباح حسب الإتفاق، ويتم التخرج بين الطرفين من

خلال المشاركة المتناقصة، وربط العائد بأداء المدين الفعلي أفضل من ربطه بالفائدة المتغيرة، وذلك للعلاقة العكسية بين هذه الأخيرة والعائد ومنه تفادي التعارض في المصالح بين أطراف العقد.

إن التحوط الثنائي ضمناً تنتهي إلى قروض متبادلة بدون فوائد بين طرفي العقد، فإذا إنخفض معدل السوق فالممول عملياً يقرض العميل مقدار التخفيض في القسط، وإذا ارتفع معدل العائد فالعميل يقرض الممول مقدار الزيادة، ويتم تسوية هذا القرض من خلال الدين الأصلي، ونظراً لأن القرض بدون فوائد فهي صيغة تعاونية، فالصيغة تحقق مصالح للطرفين، وإذا تم ذلك بالتراضي في حينه دون إلزام تعاقدي مسبق، انتفى منها المحذور الشرعي¹.

ويرى الباحث أن من الممكن التحوط من تغيرات معدل العائد في صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك، بلتفاق الأطراف الأساسية في عملية التصكيك على مراجعة أو تجديد عقد الإجارة بشكل دوري (كل 6 أشهر مثلاً)، حتى يتمشى معدل عائد الصكوك مع المعدلات السوقية².

3- التحوط التعاقدية: المقصود بالتحوط التعاقدية هو أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة، التي يراد بها الربح، ونذكر البعض من أساليبه، منها مايلي:

أ- المضاربة مع تأخير رأس المال: جمهور الفقهاء يرون إشتراط تسليم رأس المال بصحة عقد المضاربة، لكن الحنابلة يرون أن المضاربة عقد عمل وليس مال، ومن ثم فإن تسليم رأس المال ليس شرطاً في صحة العقد، وهذا نظير شركة الوجوه* القائمة على الإئتمان وليس فيها رأس مال حاضر، والتي يجيزها الحنابلة أيضاً ويشاركهم في ذلك الحنفية، وقد أجازتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك حسب ما جاء في معيارها الشرعي رقم (12): «ليس لشركة الوجوه رأس مال نقدي، لأن محل المشاركة فيها هو الإلتزام في الذمة، أي الضمان المبني غالباً على الوجاهة (السمعة المتميزة)، وهو ضمان الشركاء أداء الديون الناشئة عن الشراء بالأجل بصفتها ذمماً على الشركاء. ويجب الإلتفاق على النسبة التي يتحملها كل شريك من ضمان أداء الديون»³.

وبناءً على ذلك يمكن لوكيل الإصدار الذي يتولى عملية إصدار صكوك المضاربة والمتمثل في الشركة ذات الغرض الخاص SPV كأن تقوم أو توكل بنكا إسلامياً بإعتباره مدير استثمار، ووكيلاً عن حملة الصكوك، أن يبرم عقد المضاربة دون تسليم رأس المال للمضارب (المنشئ) حيث يقوم هذا الأخير بإجراء الصفقات اللازمة بضمان البنك، وذلك على غرار شركة الوجوه، كأن يشتري السلع بأجل قصير ثم يبيعه للعملاء، وإذا تم ذلك يقوم البنك بدفع ثمن الشراء للمورد مباشرة ويستلم ثمن البيع ويعطي المضارب حصته من الربح ويوزع الباقي على حملة الصكوك، مع أخذ البنك عمولة أو أجره على جهده، هذه الصيغة تحيد المخاطر الأخلاقية التي قد يتعرض لها حملة الصكوك عند تطبيق عقد المضاربة، بحيث يكون وكيل

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 135-143. بتصرف

² بالإعتماد على ماورد في ندوة حوار الأربعماء بعنوان: التحوط في التمويل الإسلامي - Hedging in Islamic Finance - عرض ومناقشة ورقة سامي سويلم، يعرضه: د. رفيق يونس المصري، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الأربعماء 2007/01/10م، بتصرف.

* شركة الوجوه: هي أن يشترك وجهان عند الناس أو أكثر من غير أن يكون لهما رأس مال على أن يشتريا مالا بالنسيئة "بمؤجل" ويبيعه، ثم يوفون ثمنها لأصحابها، وما فضل عن ذلك من ربح يكون مشاعاً بينهما.

³ للمزيد من التفاصيل، أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم(12) شركة (المشاركة) والشركات الحديثة، مرجع سابق، ص 166

الإصدار (ممثلاً بالبنك هنا) في إطار حمايته لحقوق حملة الصكوك على إطلاع بجميع مراحل الدورة التجارية بما يحفظ حقوق الطرفين.

ب- **المرابحة لإدارة المخاطر:** على سبيل المثال إذا رغبت مؤسسة تجارية في إصدار صكوك إسلامية لتمويل إستيراد سلع بعملة معينة (اليورو مثلاً)، في حين تحصل على إيراداتها بعملة مغايرة (الدولار)، فتواجه هذه المؤسسة وحملة الصكوك مخاطر إختلاف سعر الصرف بين الدولار واليورو بين وقت التعاقد ووقت السداد، فقد يكون سعر الصرف وقت التعاقد على إستيراد السلع المطلوبة مثلاً 1,15 دولار مقابل اليورو، وتحدد أسعارها وتسويقها على هذا الأساس.

لكن إذا حل وقت سداد ثمن السلع بعد 6 أشهر مثلاً، فقد يصبح سعر الصرف 1,4 دولار لليورو، وهو ما يجعل المستورد (المنشئ للصكوك) يتعرض لخسارة تتجاوز 21٪.

الصناعة المالية التقليدية تقدم الحل من خلال عقود صرف آجلة (currency forwards) مع بنك أو مؤسسة مالية لديها الإستعداد لتحمل مخاطر سعر الصرف، إلا أن عقد الصرف الآجل غير جائز شرعاً، البديل هو أن يتم دمج الصرف الآجل بعقد البيع، حيث يتوسط طرف ثالث قادر على تحمل المخاطر (بنك مثلاً) بين طرفي المبادلة الحقيقية، إذ يشتري البنك الوسيط السلع باليورو بإستردادها من المصدر ثم يبيعه للمؤسسة التجارية (بصفتها المنشئ) بالدولار، وبهذه الطريقة تتم المبادلة بالعملة المحلية لكل من الطرفين ويتحمل البنك الوسيط مخاطر الصرف بين العملتين.

ج- **البيع الآجل لطرف ثالث:** يمكن للشركة ذات الغرض الخاص SPV بصفتها وكيلًا عن حملة الصكوك الإسلامية، أن تحيد مخاطر رأس المال (القيمة الإسمية للصكوك) كلياً أو جزئياً، من خلال البيع الآجل لطرف ثالث، فإذا قدم حملة الصكوك التمويل (حصيلة الإكتتاب في الصكوك) بالمضاربة للمؤسسة (المنشئ)، أصبحوا بحكم العقد شركاء في موجوداتها، فيمكن لشركة ذات الغرض الخاص بصفتها وكيلًا عن حملة الصكوك وبموافقتهم أن تبيع نسبة من حصتهم لطرف ثالث (شركة تأمين مثلاً) بثمن مؤجل يعادل قيمة رأس المال، وبذلك يستطيع حملة الصكوك حماية رأس المال (القيمة الإسمية للصكوك التي يحملونها) وفي الوقت نفسه الإستفادة من الجزء الذي احتفظوا به من مشاركتهم مع المؤسسة في الأرباح المتحققة، أما الطرف الثالث (شركة التأمين) فإنها تستفيد من إمتلاك حصة مشاركة دون دفع الثمن نقداً، الأهم من ذلك أن المنشئ المستفيد من حصيلة الصكوك (المضارب) لا يتحمل أي مديونية من هذا الترتيب، فالتمويل بالنسبة للمؤسسة لا يزال بالمضاربة، وهذا يعني أن الصيغة تحقق مصالح جميع الأطراف¹.

هذه بعض طرق التحوط التي طرحها الباحث سامي السويلم كآلية لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي والتي من الممكن أن تناسب إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، إلا أنها ما زالت منتجات حديثة ومحل جدل بين الفقهاء.

4- **التحوط بإستخدام خيار الشرط:** وهي إحدى الإسهامات التي إقترحها الباحث عبد الرحيم الساعاتي في بحثه الموسوم "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، وكان من بين إقترحاته، البديل الشرعي للخيارات Option والإستعاضة عنها بخيار الشرط وإحلاله محلها لتحقيق نفس أهداف الخيارات. والتحوط بإستخدام

¹ سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 143-153. بتصرف

خيار الشرط وهو حق يثبت بالإشترط لأحد المتعاقدين يخول له فسخ العقد في مدة معلومة، وذهب جمهور الفقهاء إلى الأخذ بخيار الشرط وإعتبره مشروعاً لا ينافي العقد.

فلو إستخدام الخيار بغرض التحوط، تحدد مدة الخيار بالفترة التي يراد التحوط فيها مثلاً ستة أشهر أو سنة، ولا يجوز تأييد الخيار ولا توقيته بوقت مجهول، بل يجب أن تكون المدة معلومة.

ويكون إستخدام خيار الشرط، بأن يكون عقد بيع لأصل مثلي محدد المواصفات والكمية، مع إعطاء البائع أو المشتري خيار التروي، لأنه إذا أعطى الخيار للطرفين، فعندما يحين الأجل لن ينفذ العقد، لأن الخاسر منهما سيستخدم خيار التروي، إذ يلزم أن يكون الخيار لأحد الطرفين لا لكليهما، ويتيح خيار التروي للبائع والمشتري فرصة تحقيق الرضا وتحصيل المنفعة، كما يؤدي إلى تخفيض الضرر، وعليه يمكن إستخدام خيار الشرط في البيع لتحقيق غرض التحوط للبائع إذا كان الخيار له، ففي حالة إنخفاض السعر السوقي عن السعر المتفق عليه في زمن الخيار أن يمضي البائع البيع فيصبح لازماً للمشتري، ولكن لو إشتراط الخيار المشتري لمدة محددة، فإنه إذا ارتفع سعر السوق عن سعر الشراء المتفق عليه، فسوف يمضي المشتري العقد فيلزم البائع بتنفيذه، لكن في حالة ما إذا إنخفض سعر السوق عن السعر المتفق عليه، يمكن للمشتري أن يمارس خياره ويفسخ العقد في زمن الخيار، وبذلك يتحقق له التحوط والإفادة من التغير المرغوب في الأسعار وهو الإرتفاع في حالة البائع والإنخفاض في حالة المشتري¹.

ويدخل ضمن التحوط أنواع أخرى من الخيارات، منها:

- الخيار القابل للتتمديد Extendable Option، ويصح على رأي الحنابلة أن يشترط الخيار للبائع أو المشتري قبل العقد أو في العقد أو بعده، ولكن في زمن خيار الشرط، مثل أن يقول: اشتريت منك هذا البيت ولي الخيار إلى ستة أيام، فلما صار اليوم الثالث قال: أريد أن أمدد الخيار إلى ستة أيام، فله ذلك، لأن العقد لم يلزم الآن فلا يلزم إلا بعد إنتهاء مدة الخيار، وبالتالي لو إشتري المشتري قمحاً وإشتراط الخيار له لمدة 3 شهور، فإن له قبل إنقضاء فترة الخيار الإتفاق على تمديده إلى 6 شهور².

- وحسب المعيار الشرعي رقم 08 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يجوز أن تشتري المؤسسة السلعة مع اشتراط حق الخيار لها خلال مدة معلومة، فإذا لم يشتري العميل السلعة أمكنها رد السلعة إلى البائع ضمن تلك المدة بموجب خيار الشرط المقرر شرعاً، ولا يسقط الخيار بين المؤسسة والبائع الأصلي بعرض المؤسسة السلعة على العميل، بل بالبيع الفعلي إليه³.

5- التحوط بإستخدام العريون:

العريون: هو ما عُقد به البيع، سمي بذلك لأن فيه إعراباً-أي إظهاراً- لعقد البيع. ويطلق عليه أيضاً بيع المسكان⁴، وكذلك بيع العريون.

وهو أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار مثلاً، فيدفع من ثمنها جزء (عشرة دنانير) ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فالدنانير العشر لك، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع، أي أنه لا يستطيع أن يتمتع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المنق عليها، أما حكمه فهو جائز عند الحنابلة بخلاف الجمهور¹.

¹ عبد الرحيم الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 81-82.

² عبد الرحيم الساعاتي، المرجع السابق، ص 84.

³ نقلا عن: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المعيار رقم (08) المراجعة للأمر بالشراء، مرجع سابق، ص 93

⁴ نقلا عن: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية، مرجع سابق، ص 535 و ص 372

وأخذاً برأي مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة فقد أفتى بجوازه في دورته الثامنة 1-7 محرم 1414 هـ الموافق لـ 21 - 27 يوليو 1993م بيروناي دار السلام: "يجوز بيع العربون إذا قيدت فترة الإنتظار بزمان محدد، ويحتسب العربون جزءاً من الثمن إذا تم الشراء، ويكون من حق البائع إذا عدل المشتري عن الشراء"²، وجاء بذات الخصوص بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنه: "يجوز أخذ مبلغ (عربون) من المشتري أو المستأجر عند إبرام العقد، على أنه إذا لم يفسخ العقد خلال المدة المعينة لخيار الفسخ كان المبلغ جزءاً من العوض، وإن فسخ العقد خلال تلك المدة فالمبلغ للبائع أو المؤجر، والأولى أن تتنازل المؤسسة عما زاد من العربون عن مقدار الضرر الفعلي"³.

أما عن آلية الاستفادة من العربون كأداة تحوطية في الصكوك الإسلامية، فإنه يمكن في حالة استخدام حصيلة الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات ووجود معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة، أن تقوم جهة الإصدار بأخذ من العميل الطالب لسلعة جزء من ثمنها (العربون) قبل شرائها وتسليمها له، ويعتبر هذا الجزء من ثمن السلعة إذا تمت الصفقة، وإذا رجع العميل عن طلبه إعتبرت تعويضاً عن الضرر الفعلي الذي وقع على مصدر الصكوك الإسلامية نتيجة هذا الرجوع، وفي حالة صكوك الإجارة كذلك إذا كان تأجير العين محل الصكوك الإسلامية لطرف آخر خارجي غير جهة الإصدار، فإن هذا الطرف (المستأجر) يدفع قسطاً عن الأجرة كعربون لحجز العين، وإذا ما تراجع عن التأجير فإنه يخسر ما دفع في حالة وجود ضرر فعلي وقع على جهة الإصدار وحملة الصكوك الذين يمتلكون هذه العين، وفي صكوك السلم فإن العربون مسموح به (جائز) إذا ما اشترطه العميل في حالة أنه أراد أن يلغي العقد وقبل مصدر الصكوك طلبه، أما إذا اشترطه المصدر فيكون غير مشروع⁴. ويلاحظ أن التحوط باستخدام العربون يشبه نوعاً ما ما يعرف بخيار الشراء call option ، حيث يكون مبلغ العربون هو مقابل إعطاء المشتري حق إصطفاء خير الأمرين له في مدة الخيار، إلا أنه يختلف عنه في أن الثمن المدفوع هو جزء من ثمن السلعة وليس ثمن الخيار ولا ثمن مستقل للخيار⁵.

إن التحوط وسيلة ناجعة لحماية إستثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية ومخاطر التقلبات المستمرة في أسعار صرف العملات، إلا أن هناك بعض المفاهيم لنجاح إستراتيجية التحوط، تتمثل فيما يلي⁶:

أ - **التوقيت المناسب للتحوط Hedging Time**: على المستثمر أن لا يتخذ قرار التحوط لمجرد إشارة في صحيفة أو في نشرة أخبار، لأن المستثمر عند دخوله السوق يجب عليه أن يتحمل شيئاً من المخاطر، بإعتبار أن عملية التحوط مكلفة، لذا، فإن المستثمر يتحوط عندما تكون المخاطر كبيرة وعندما ترتفع درجة احتمال وقوعها في إطار زمني معين.

ب **تقييم أحوال عدم التأكد Uncertainty**: إن حالة عدم التأكد يعتبر سبباً أساسياً للمخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات، وهي حالة ملازمة للأسواق المالية وهو ما يدعو للجوء إلى عملية التحوط، إلا أنه من المهم،

¹ عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 27

² أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي العدد الثامن، المجلد 1، جدة، المملكة العربية السعودية، 1-7 محرم 1414 هـ الموافق 21-27 جوان 1993م، ص 641

³ أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، المعيار رقم (05) الضمانات، مرجع سابق، ص 53

⁴ عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 29، بتصرف

⁵ غالب عوض الرفاعي، خديجة خالدي، مخاطر الإستثمار في البنوك الإسلامية التقليل منها، مرجع سابق، ص 24.

⁶ أحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 150.

حتى يتمكن المستثمر من التحوط أن يدرك حالة عدم التأكد التي تلحق بإستثمار معين، لأن هذا الإدراك يساهم في متابعة آثاره وتقييم مستوى المخاطر حتى يتمكن من ترجمتها إلى أرقام للتحكم بها.

ج- **الفهم الدقيق لأدوات التحوط المستخدمة:** إن الأدوات المستخدمة في التحوط متنوعة من حيث الوظائف التي تؤديها والتكاليف التي تتطلبها، والعلاقة بين العائد والمخاطر التي تنطوي عليها، ومستوى الكفاءة التي تتمتع بها لمواجهة الأنواع المختلفة من المخاطر، وهذا يلزم معرفة طبيعة المخاطر المحتملة وعلاقة هذه الأداة التحوطية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، والفهم الدقيق لها يجعل من السهل على المتعاملين إختيار المنهج التحوطي الملائم في أي وقت يشعر فيه بالحاجة للقيام بذلك، وإن لم يتحقق ذلك، فإن المستثمر قد يتحمل تكاليف إضافية وإن كان جهده التحوطي ناجحاً .

وعليه تستطيع الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية والمسؤولة عن إدارتها الإستفادة من المميزات والفوائد لأدوات التحوط والمتمثلة في إدارة المخاطر العامة والسيطرة عليها، وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والإستفادة من فرص إستثمار الأموال بطريقة شرعية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية إقتصادياتها.

وبناء على ما سبق فإن عدم وجود أدوات مالية متفق عليها في الفقه الإسلامي للتحوط وإدارة المخاطر، وبديل شرعي واضح عن المشتقات المالية التقليدية متفق عليها من الناحية الشرعية، ومع ضيق سوق الأدوات المتاحة أمام المؤسسات المالية الإسلامية التي تستخدم للتحوط والسيطرة على المخاطر، يجعل المؤسسات والشركات التي تلتزم بالتعليمات الشرعية أقل كفاءة وأكثر كلفة، وبالتالي لا تستطيع منافسة المؤسسات التقليدية (غير ملتزمة بالشريعة الإسلامية)، ومع دخول إتفاقية منظمة التجارة العالمية حيز التنفيذ في الدول الإسلامية، ورفع الحواجز أمام تدفق السلع والخدمات بين دول العالم ستكون المنافسة كبيرة وستسيطر الشركات ذات الكفاءة العالية على الأسواق العالمية والمحلية وتضطر الشركات الأقل كفاءة إلى الخروج من السوق والإعلان عن إفلاسها، لذلك على المؤسسات المالية والشركات الملتزمة في معاملاتها بالضوابط الشرعية أن تتخذ الأسباب لرفع كفاءتها وخفض تكلفتها حتى يمكنها مقاومة الشركات التقليدية ، كما يجب على المؤسسات المالية الإسلامية والمنظرين في الاقتصاد الإسلامي والفقه تلبية احتياجات المؤسسات الإسلامية المعاصرة إلى إيجاد أدوات مالية لإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها بكفاءة أعلى وتكلفة منخفضة.

المطلب السابع: الحوكمة

تعتبر كفاءة الإدارة والرقابة على الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها ، ويقدر كفاءة الإدارة بقدر ما قد تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن مراعاة الإعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الإجتماعية، وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملاً من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الإستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديد الجهات وتوزيعه المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية. بإعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة .

ويتفق الكثير من الباحثين والمهتمين على أهمية حوكمة المنشآت وما تمثله من دفع لعجلة التنمية ورفع مستوى الأداء والإدارة والتقليل من المخاطر المتعلقة بالفساد الإداري والمادي على مستوى المنشآت والدول على حد سواء.

كما أن تطبيقات الحوكمة تعتبر أكثر أهمية وتعقيداً في القطاع المالي من القطاعات الأخرى، حيث تحتوي المؤسسات المالية على مجموعة من العناصر والعلاقات المتداخلة لا توجد في القطاعات الأخرى تؤثر بشكل كبير على طبيعة نظام الحوكمة.

وربما أصبح هذا المفهوم أكثر أهمية وتعقيداً في الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام وصناعة الصكوك الإسلامية بشكل خاص، لما لهذه الأخيرة من عمليات مالية وتعاقدية معقدة تختلف شكلاً ومضموناً عن نظيرتها (السندات التقليدية)، لإعتمادها على مجموعة من المبادئ لا يمكن التنازل عن واحدة منهما، وإلا فقدت هذه الورقة المالية مشروعيتها. بينما تعتمد الثانية على مبدأ الفائدة الثابتة أخذاً وعطاءً، ولا تشترط في ذلك مشروعية العملية والمشاريع الممولة.

وقبل الخوض في تحديد وبيان دور الحوكمة في عملية إدارة المخاطر، ينبغي الإلمام بعدد من النقاط الهامة حول حوكمة الشركات .

أولاً- مفاهيم عامة حول الحوكمة: خلال العشر سنوات الماضية إستحوذ موضوع الحوكمة على إهتمام واسع في العديد من الأدبيات، حيث ظهرت العديد من الدراسات بهدف تسليط الضوء على أهميته ومفهومه ووضع قواعده وتحليل الإلتزام به. هناك تعريفات متعددة لحوكمة الشركات تتراوح بين تعريفات ضيقة تحصرها في إطار القوانين والمعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح وترتيبات الرقابة الداخلية، إلى تعريفات واسعة النطاق تجعل من الحوكمة المكون الأساسي في الثقافة المؤسسية وطريقة تحديد الأهداف وتنفيذها في المؤسسات¹.

ونحاول من خلال ما يلي إيراد بعض التعريفات للحوكمة منها:

- بشكل عام تعرف الحوكمة على أنها الآلية التي تمكن أطراف العلاقة من إقامة علاقة عادلة².

- في عام 1999م عرفت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD)* الحوكمة على أنها: ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه وإدارة شركات الأعمال، ويحدد هيكل الحوكمة، الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بنشاط الشركة، كذلك يحدد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها ووسائل الرقابة عليها³.

- وهذا التعريف لا يختلف كثيراً عن تعريف جيرار شارو Gérard CHARREAU الذي عرف الحوكمة على أنها: «مجموع الآليات التنظيمية التي تملك قوة التأثير على الحدود التي يستعملها المسيررون عند إتخاذ القرارات في المنظمة وذلك للحد من السلطة التقديرية لهم»⁴.

- وتعرف أيضاً بأنها: «الآلية التي يتم بموجبها تحفيز جميع الأفراد العاملين في الشركة أياً كانت مواقعهم فيها على جعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع إستراتيجية الشركة الهادفة ورؤيتها في تعظيم قيمتها المضافة، ومن ثم

¹ جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين وإستقرار الأسواق المالية، ورقة مقدمة إلى "الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني"، سلطة نقد فلسطين، فلسطين، سبتمبر 2007م، ص2

² جمعة محمد الرقيبي، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في الصيغ الإسلامية، مرجع سابق، ص2.

* OECD :Organisation of economic cooperation and development.

³ نقلا عن : عبد القادر بريش، قواعد تطبيق الحوكمة في المنظمة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الإقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، العدد الأول، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 2006م، ص3

⁴ Gérard CHARREAU, **VERS UNE THEORIE DU GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES**, séminaires doctoraux des IAE de Dijon et de Lyon III pour leurs commentaires et suggestions, Université de Bourgogne, Dijon, France, Mai 1996, p 3.

تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بمن فيها الملاك من جهة أخرى»¹.

وعرفت جمعية Cadbury: حوكمة الشركات على أنها: «آلية أو النظام الذي يحقق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية من جهة وبين الأهداف الفردية والمشاركة من جهة أخرى، وأن إطار حوكمة المنشآت يشجع على الاستخدام الفعال للموارد ويحث أيضاً على توفير نظم المحاسبة والمساءلة عن إدارة هذه الموارد، والهدف من ذلك هو التقريب قدر الإمكان بين مصالح الأفراد والمنشآت والمجتمع»².

وبصفة عامة يمكن القول أن حوكمة المنشآت هي الأدوات والإجراءات المنظمة لشبكة العلاقات التي تربط مختلف الأطراف من مساهمين ومسيرين ومجلس الإدارة وعملاء وموردين، وتتضمن بشكل صريح أو ضمني أسئلة حول السلطة والرقابة والمسؤولية، في إطار تحديد إستراتيجية التوجه العام لأداء المنشأة.

1 - أسباب تزايد الإهتمام بمفهوم الحوكمة: بالرغم من أن ظهور مفهوم حوكمة الشركات يعود إلى الثلاثينيات من القرن الماضي، إلا أن الإهتمام الملحوظ بها يرجع إلى منتصف الثمانينات، حيث عملت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية على إصدار مجموعة من المبادئ، كما صدرت العديد من القرارات والتقارير الرسمية والدولية والمحلية تحت على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، مثل صدور قانون سارنتز أوكسلي -Sartanes-Oxely ACT في عام 2002م في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أبرز ملامحه أنه يجرم المسؤولين الذين يستغلون مناصبهم من أجل الثراء على حساب الأطراف الأخرى، كما أنه من أهم بنوده التأكيد على المسؤولين الكبار في المنشأة لتقديم تأكيد شرفي على صحة وسلامة القوائم المالية، وأنها تعكس الوضع الحقيقي للشركة، كما تضمن التأكيد على مراجعي حسابات المنشأة ممارسة مسؤولياتهم عن طريق الفحص المستقل للقوائم المالية للمنشأة والشهادة على صحتها وإعتمادها، كما فرضت الهيئات الدولية لتنظيم المحاسبة تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على المنشآت المدرجة في البورصة، كما أقدمت لجنة بازل للرقابة المصرفية على وضع قواعد إحترازية من خلال إتفاقية بازل 1 أو ما سميت بنسب كوك ثم إتفاقية بازل 2 أو ما سميت بنسب ماكدونا، صدرت في 2004م، وحدد آخر أجل لتطبيقها ابتداءً من 2007م، بهدف حماية الأموال الخاصة وتقوية السلامة المصرفية.

ويمكن تلخيص أسباب تزايد الإهتمام بحوكمة المنشآت في:

- إفرازات العولمة المالية وذلك بتعدد حاملي أسهم المنشآت المدرجة في البورصة المنتشرين عبر العالم، وبالتالي صعوبة مراقبة عمليات من طرف المساهمين. تأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة.
- سيطرة المديرين التنفيذيين على المنشأة وإستغلالها لمصالحهم الشخصية بالدرجة الأولى، وذلك إما لضعف مجاس الإدارة أو بالتواطؤ معهم.
- نفشي ظاهرة الفساد المالي والإداري في العديد من المنشآت الوطنية والدولية.

¹ بالرفي تجاني، عبد الرحمان العايب، إشكالية حوكمة الشركات والزامية إحترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة، مقدمة إلى "الملتقى الدولي حول: الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، قسم العلوم التجارية"، جامعة باجي مختار، عنابة، 18-19/11/2009، ص3

² Cadbury Committee, **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**, 1 edition, Gee (a division of Professional Publishing Ltd), South Quay Plaza, London, Dec 1992, p15

- إنهيار العديد من المنشآت مثل إفلاس بنك الإعتماد التجاري الدولي عام 1991م، بحجم خسائر بلغت مليار دولار أمريكي، وإنهيار وإفلاس مؤسسة الإيداع والإقراض الأمريكية 1994م، بخسارة قدرت بمبلغ 149 مليار دولار، وأزمة جنوب شرق آسيا 1997م، وكذلك أزمة شركة Enron في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2001م، وكذلك أزمة شركة Worldcom الأمريكية للإتصالات عام 2002م.

3- أهمية حوكمة الشركات: تبرز أهمية الحوكمة في الأهداف التي تسعى لتحقيقها، حيث يتفق الكثير من الباحثين والمهتمين على أهمية حوكمة المنشآت، وما تمثله من دفع لعجلة التنمية ورفع مستوى الأداء وتخفيض درجة المخاطرة المتعلقة بالفساد الإداري والمالي على مستوى المنشآت والدول على حد سواء، ويمكن التمييز بين أهمية الحوكمة بالنسبة للمؤسسة وبالنسبة للمساهمين من خلال ما يلي:

أ- أهمية الحوكمة بالنسبة للمنشآت:

- وضع أسس للعلاقة بين مديري المنشأة ومجلس الإدارة والمساهمين مما يؤدي إلى وضوح حقوق وواجبات كل طرف، ويسمح بإستغلال الإمكانيات المتاحة أحسن إستغلال مما يرفع الكفاءة الإقتصادية للمنشأة.

- العمل على وضع إطار تنظيمي يمكن من خلاله تحديد أهداف المنشأة وسبل تحقيقها من خلال توفير الحواجز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة التنفيذية لكي يعملوا على تحقيق تلك الأهداف التي تراعي مصلحة المساهمين.

- تؤدي الحوكمة إلى الإفتتاح على أسواق المال العالمية وجذب قاعدة عريضة من المستثمرين لتمويل المشاريع التوسعية.

- تطبيق قواعد الحوكمة يزيد من ثقة المستثمرين لأن تلك القواعد تضمن حماية حقوقهم.

ب- أهمية الحوكمة بالنسبة للمساهمين:

- تساعد في ضمان الحقوق لكافة المساهمين مثل حق التصويت، حق المشاركة في القرارات الخاصة بأبي تغيرات جوهرية قد تؤثر على أداء المنشأة في المستقبل.

- الإفصاح الكامل عن أداء المنشأة والوضع المالي والقرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا يساعد المساهمين على تحديد المخاطر المترتبة على الإستثمار في المنشآت.

ج- أهمية الحوكمة في خلق القيمة:

تهدف الحوكمة حسب التعريف السابقة أساساً لضمان إتباع المديرين أهداف خلق الثروة المحددة من طرف المساهمين، كما أن المديرين يتلقون أجوراً بقدر ما يقدمونه، بمعنى القيمة الفعلية للخدمات المقدمة، وتهتم الحوكمة بدرجة كبيرة بعلاقة المديرين والمساهمين لأن هؤلاء فقط لا تتوفر لديهم عقود تسمح لهم بضمان مصالحهم، وتعارض المصالح بين الطرفين يمكن أن يتقلص بربط أجور المديرين بأدائهم، لتصبح مشكلة التعارض في المصالح بين المساهمين والمديرين محلولة جزئياً، وبالنسبة لبعض الكتاب فإن إمتلاك جزء من رأس المال في المنشأة يعتبر مؤشر ثقة وإشارة جيدة على الأداء المستقبلي لباقي الأطراف الأخرى. ولقد عبر (Heland and Pule 1977) بوضوح على المحتوى المعلوماتي لهذه الإشارة، وخاصة أنه كلما زادت أهمية نصيب المديرين في رأس مال المنشأة كان هناك خلق للقيمة، وبالنسبة لـ (bagnani and al) في

1994 فإنه كلما كانت مساهمة المديرين في رأس المال ذات وزن، كلما أقبل المديرون على المشروعات الأقل مخاطرة، وبالتالي يسلك المديرون سلوك الدائنين¹.

د- الأهمية الاقتصادية للحوكمة: تشمل الأهمية الاقتصادية للشركات أهمية الحوكمة للشركات ذاتها، فالحوكمة لا تعد هدفاً في حد ذاتها، ولا ترتبط بعمليات رقابية إجرائية أو شكلية ولا تمثل التزاماً دقيقاً بإرشادات محدودة أو بملاحظة أو مراعاة سلوكيات إدارية معينة، بل إن هدفها الحقيقي هو تحسين أداء الشركات وضمان حصولها على الأموال وبتكلفة معقولة، حيث أن هناك علاقة طردية بين نوعية الحوكمة ودرجة الأداء الاقتصادي للشركة، فالشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة تملك مسيرين بمستويات عالية الجودة، وتتعامل بصورة أكثر شفافية بشكل يوحي للمساهمين والمتعاملين الآخرين معها بالثقة، ويعمل على تخفيض مخاطر الإستثمار وبالنتيجة تخفيض تكلفة رأس المال، وتعد جودة حوكمة الشركات والقابلية على فهم حقوق المساهمين، واحدة من أنظمة الضبط ذات الأهمية لنجاح الإستثمارات في الشركات، إذ توفر الحوكمة قدراً ملائماً من الطمأنينة لحملة الأسهم والصكوك والمستثمرين المرتقبين في تحقيق عائد مناسب على إستثماراتهم، مع تعظيم قيمة الأوراق المالية والمحافظة على حقوق حامليها، ولا سيما حاملي أقلية الأسهم في ظل مشكلة الوكالة الناشئة عن فصل ملكية الشركة عن إدارتها، إذ تأتي أهمية حوكمة الشركات في سد الفجوة التي يمكن أن تحصل بين الأصل (مالك الشركة) والوكيل (المدير) من جراء رغبة الأخير في تبني الممارسات التي من الممكن أن تحقق رفايته الشخصية وليس رفاية المساهمين، وتمتد أهمية حوكمة الشركات لتشمل أسواق رأس المال، حيث تبني معايير جيدة لحوكمة الشركات يمكن أن تمتد فوائده إلى أسواق رأس المال، إذ أن تطبيق تلك المعايير سوف يعزز من كفاءة الأسواق، ويقدم المعلومات الملائمة للمستثمرين لمعرفة المزيد عن الشركات وأدائها، ويدركون في ذات الوقت مستوى تنفيذ إستراتيجيات الشركات وطرق تحديد المخاطر وكذلك السبل الكفيلة بإدارتها.

وأخيراً تعد حوكمة الشركات ذات أهمية بالنسبة للإقتصاد كله، إذ أن هناك ارتباطاً وثيقاً بين حوكمة الشركات ونظام الإقتصاد في أي بلد، فالمشاكل الناجمة عن ضعف حوكمة الشركات لا تعزي فقط إلى فشل الإستثمارات، وإنما تمتد إلى أبعد من ذلك متمثلة في ضعف مستويات الثقة العامة في الأعمال كلها، حيث أن المسألة لا تعد مجرد إنهاء سمعة القليل من الشركات أو ضعف الإحترام للبعض من مسيريهما، بل إن المسألة تشير إلى فقدان مصداقية النظام الإقتصادي كله، وعليه يجب النظر إلى تحسين حوكمة الشركات وكأنه يمثل كسباً لكافة الأطراف ذات الصلة، فهو يعد كسباً للشركة من خلال تحسين الأداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأس المال، ويعد كسباً للمساهمين من خلال تعظيم القيمة في المدى الطويل، وأخيراً فهو يعد كسباً للإقتصاد القومي من خلال النشاط المستقر والمستمر والأكثر كفاءة للشركات التي تعمل في ظلّه².

4- مبادئ حوكمة الشركات: ظهرت نظرية الحوكمة نتاج تطوير العديد من نظريات الإدارة الحديثة مثل نظرية حقوق الملكية ونظرية التكاليف والمعاملات ونظرية الإشارة وعلى وجه الخصوص نظرية الوكالة، كما تركز هذه النظرية أساساً على فرضية تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة والأطراف الأخرى ذات المصالح.

¹ شوقي بوقبة، الحوكمة في المصارف الإسلامية، مداخلة مقدمة إلى "الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21/10/2009م، ص 5-8

² خميلي فريد، شوكمال عبد الكريم، الحوكمة والفساد الإداري والمالي، ورقة بحث مقدمة إلى "الملتقى الدولي حول: الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، قسم العلوم التجارية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، يومي 18-19/11/2009، ص 156-157

ويقصد بمبادئ حوكمة الشركات مجموع القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مسيري الشركة والمساهمين فيها، وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها، وبالتالي تحقيق أهداف الحوكمة ككل، حيث إقترحت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية OECD في إجتماعها الوزاري لدول المنظمة بتاريخ 26-27 ماي عام 1999م مجموعة من المبادئ والقواعد والإجراءات، تعد بمثابة نقاط مرجعية بالإمكان إستخدامها من قبل صانعي السياسة في غمار إعدادهم الأطر القانونية والتنظيمية لأساليب حوكمة الشركات، والتي تعكس ظروفهم الإقتصادية والإجتماعية، وكذا الأطراف المختلفة بالسوق وذلك عند قيامهم بإعداد الممارسات الخاصة بهم. وتهدف هذه المبادئ إلى ضمان حقوق كل الأطراف ذات المصلحة ومن ثم الدفع من كفاءة أداء المنشأة. ويمكن تلخيص أهم هذه المبادئ في النقاط التالية¹:

أ - توفير الحماية لكافة المساهمين حيث يضمن إطار حوكمة المنشآت تحقيق المساواة في معاملة كافة المساهمين بمن فيهم الأقلية والمساهمين الأجانب.

ب - يجب أن تعتمد سلطات الإدارة بالمنشآت على سياسة تأكيد إحترام حقوق أصحاب المصالح والحفاظ عليها، ووجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح، وأن تكفل تلك الأولويات عنصر تحسين مستويات الأداء، وذلك من خلال الإفصاح السليم عن القوائم المالية.

ت - يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح والشفافية في كافة الأمور الأساسية المتعلقة بالمنشأة بما فيها وضعها المالي وأدائها وملكيته وإدارتها، كما ينبغي إعداد ومراجعة المعلومات وكذلك الإفصاح عنها بأسلوب يتفق والمعايير المحاسبية والمالية بما يؤدي إلى ضمان التوجيه والرقابة الفعالة على إدارة المنشأة.

ث - يجب أن يضمن إطار حوكمة المنشآت وضع تخطيط إستراتيجي للشركة والمراقبة الفعالة لأداء الإدارة والتأكيد على مسؤولية مجلس الإدارة تجاه المنشأة والمساهمين، بما يؤدي إلى إدراك المنشآت للمصالح البيئية والإجتماعية للمجتمعات.

ويتضح من مبادئ حوكمة الشركات أن هذه الأخيرة ترتكز على ركائز أساسية وهي: السلوك الأخلاقي بما يتضمن من عدالة ومسؤولية وشفافية والرقابة والمساءلة وإدارة المخاطر.

5- **محددات الحوكمة:** يتوقف التطبيق الجيد للحوكمة في المنشآت على جودة مجموعتان من المحددات، وهي المحددات الداخلية والمحددات الخارجية، حيث تشير كل منهما إلى:

أ- **المحددات الداخلية:** حيث تتمثل في القواعد والأسس التي تحدد طريقة إتخاذ القرار وتوزيع السلطات بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين بما يؤدي إلى تخفيض التعارض بين مصالح هذه الأطراف.

ب- **المحددات الخارجية:** تتمثل في عناصر تنظيمية تتضمن المناخ العام للإستثمار في الدولة والذي يشتمل على القوانين المنظمة للسوق وكفاءة القطاع المالي وتوفير التمويل اللازم للمشروعات ودرجة تنافسية سوق السلع وعناصر الإنتاج وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية والمنشآت العاملة في أسواق المال وشركات

¹ نقلا عن: هوام جعة، حوكمة الشركات كنظام للرقابة على شركات التأمين التكافلي، مداخلة مقدمة إلى "ندوة حول: مؤسسات التأمين التكافلي والتأمين التقليدي بين الأسس النظرية والتجربة التطبيقية"، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، المنعقد يومي 25-26 أفريل 2011م، صص 11-12. وشوقي بورقية، الحوكمة في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، صص 6-7

الإستثمار، وإلى عناصر خاصة تتضمن أصحاب المصالح والمنشآت الخاصة والمهنيين من المحاسبين والمراجعين والقانونيين وغيرهم من الجهات الخارجية¹.

ثانياً - الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية:

تعتبر الحوكمة السليمة مهمة أكثر في المؤسسات المالية عن غيرها من المؤسسات الأخرى لأنها مؤسسات تعتمد على أموال الغير في تحقيق أرباح للملاك، وهذا الغير يعتمد على الطبيعة الإئتمانية لهذه المؤسسات، ومن هنا تبرز أهمية الحوكمة وتطبيقاتها في المؤسسات المالية من الطبيعة الإئتمانية لأنشطة هذه المؤسسات وهي بذلك ملزمة بأن تعمل لمصلحتهم عندما تحتفظ أو تستثمر أو تتصرف بممتلكاتهم ولا تعمل لمصلحة المساهمين فقط. وهذا مهم حيث يكون عدم تماثل المعلومات في المؤسسات المالية، بالإضافة إلى قدرتهم (المسيرين) على التأثير في مجلس الإدارة وتعديل تركيبة مخاطر الأصول أو إخفاء معلومات عن جودة الأصول.

والمؤسسات المالية الإسلامية التي تحتكم إلى أحكام الشريعة وتتعامل بالأدوات المالية الإسلامية والمختلفة، ليست محصنة من نقائص مشكلة الوكالة وبالتالي ليست مستغنية عن الحوكمة بل هي بحاجة إليها، وإن كانت داخلية تحت مظلة التمويل الإسلامي ومتعاطية بأدواته المبنية على صيغه المختلفة، خلافاً للإعتقاد السائد المتمثل في عدم أو قلة حاجة تلك المؤسسات للحوكمة لما تحتكم إليه من قواعد أخلاقية بسبب الوازع الديني والأدبي الذي يدفع الإدارة والملاك بأن يتعرفوا بشكل أخلاقي إلى أن الإلتزام الديني للمديرين والملاك لا يمكن أن يعتبر وحده دون وجود الضوابط المناسبة ضماناً كافاً لحماية مصالح الأطراف الأخرى. والمؤسسات المالية التي تقدم خدمات مالية إسلامية ليست إستثناء من هذا، فهي الأخرى عرضة لأن تعاني من إختراق المسؤوليات وعرضة لعدم تماثل المعلومات.

وإذا كانت الشركة تعرف بأنها مجموعة من العقود حسب نظرية المنشأة (Firme theory) فإن إحترام وتنفيذ هذه العقود أحد ركائز الحوكمة، وقد نص القرآن بوضوح على إحترام العقود وأرسى قواعد السلوك لذلك. وبالرغم من أن علاج المشكلة معروف منذ مئات السنين، إلا أنه أخيراً تنبه العالم بعد أن إستفحلت مشكلة الوكالة وإنهارت الشركات الكبيرة في غربه وشرقه إلى أن الحل يكمن في الحوكمة التي تقوم على القواعد الأخلاقية، وبدأ الإهتمام المتزايد من قبل الحكومات والمؤسسات، وأصبح تطبيق الحوكمة يعني السمعة الدولية الجيدة، ونظراً لحاجة المؤسسات المالية الدولية خصوصاً إلى تلك السمعة فإنها تسعى للحصول عليها حتى تتمكن من التعامل مع المؤسسات المالية الدولية والقبول بالتقيد بمتطلبات المنظمات الدولية، وبذلك فقد وجدت المؤسسات المالية التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية الجديدة نفسها مضطرة ربما إلى إتباع آليات الحوكمة المطلوبة للمؤسسات المالية التقليدية.

وبالرغم من أن المؤسسة التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية بصفقتها منشأة تحكمها المبادئ التي نص عليها الإسلام - أولى بها أن تطبق مبادئ الحوكمة التي أصدرتها المنظمة وأن تفي بالإلتزاماتها تجاه جميع أصحاب المصالح، إلا أن للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية خصوصية تميزها عن غيرها كما سنوضحه لاحقاً، وبالتالي فإن تطبيق مبادئ الحوكمة التقليدية دون مراعاة هذه الخصوصية قد يضر بهذه المؤسسات لوجود إختلافات كثيرة في النظرة لأصحاب العلاقة، ومن هنا فقد أنشئت مؤسسات تحاول أن تضع معايير وأدلة لكيفية تطبيق الحوكمة، وبما يتماشى مع طبيعة المؤسسات المالية الإسلامية، وقد أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا دليلاً لحوكمة المؤسسات المالية الإسلامية في عام 2006م.

¹ بن ثابت عادل، عبدي نعيمة، الحوكمة في المصارف الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى "اليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي واقع وتحديات"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عامر نليجي، الأغواط، الجزائر، 9 ديسمبر 2010م، ص6

وقبل عرض هذه المبادئ الإرشادية التي جاءت في معيار حوكمة المنشآت المالية الإسلامية الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، نحاول معالجة بعض المفاهيم حول الحوكمة من منظور إسلامي¹.

1- الحوكمة من منظور إسلامي:

أ- تعريف الحوكمة من منظور إسلامي: يقول الدكتور محسن الخضري: " أن العمل الإداري في الإسلام له مقوماته العقدية القائمة على العقيدة الإسلامية تضع لها قيوداً ومحددات، وترسم لها طريقاً يحكم سلوك القائد الإداري، والمنظمة الإدارية، والأفراد العاملين فيها، سواء في علاقاتهم ببعضهم البعض، أو علاقاتهم مع المجتمع المحيط بهم، ومن ثم تصبح الإدارة الإسلامية ذات رسالة شاملة لكل العبادات والمعاملات والأخلاق في إطار متكامل يستحيل فصل جزء منها على الأجزاء الأخرى"².

نلاحظ من خلال هذا التعريف للعمل الإداري في الإسلام أنه يشير نوعاً ما إلى مفهوم حوكمة المنشآت، حيث يركز فيه على نقطتين هما³:

✓ العلاقة بين مختلف الأطراف المهتمة بالمنشأة، وهو أساس قيام نظرية الحوكمة أي ضبط العلاقة بين كل الأطراف بشكل يعالج مشكلة تعارض المصالح.

✓ دور مبادئ الشريعة الإسلامية في تفعيل هذا العلاج، والمتمثلة أساساً في أربعة مبادئ وهي:

- 1 العدالة: فتعتبر من المنظور الإسلامي من أهم الأسس التي تقوم عليها العقود الشرعية.
- 2 المسؤولية: والتي تعني تحديد المسؤولية المقررة على كل طرف بدقة، والعمل على أدائها بكل صدق وأمانة، وأن مسؤولية كل طرف في المنشآت حددتها الشريعة الإسلامية بشكل دقيق، لأن أي مسؤولية يتحملها المسلم بناء على تعاقد مع غيره لا يكون مسؤولاً فقط أمام من تعاقد معه، وإنما مسؤول أمام الله عز وجل، كما أن المسؤولية في الشريعة الإسلامية مسؤولية لا تنتهي بقرار أتخذ في ضوء البيانات والمعلومات الصادقة، بل هي ممتدة إلى نتائج هذا القرار.
- 3 المساءلة: أي بمعنى ضرورة محاسبة كل مسؤول عن إلتزاماته، وربط مدى الوفاء بها بنظام للجزاء في صورة إثابة المجد ومعاقبة المقصر، من خلال نظام داخلي في المنشأة للحوافز وللعقوبات على الجميع، وكذا وجود نظام قضائي عادل وحاسم في الدولة، ومن المنظور الإسلامي وضعت الشريعة الإسلامية في تنظيمها لعقود المعاملات أساساً لمحاسبة كل طرف على مدى إلتزاماته بأداء ما عليه من واجبات العقد، والأمر لا يقتصر على الجزاء الشرعي أو الإداري أو القضائي، وإنما يتعداه إلى الجزاء الإلهي.

4 الشفافية: بمعنى الصدق والأمانة والدقة والشمول للمعلومات، التي تقدم عن أعمال المنشأة، للأطراف الذين لا تمكنهم ظروفهم من الإشراف المباشر على أعمال المنشأة، التي لهم فيها مصالح، للتعرف على مدى أمانة وكفاءة الإدارة، في إدارة أموالهم والمحافظة على حقوقهم وتمكينهم من إتخاذ القرارات السليمة في علاقاتهم بالمنشأة، وعليه نستنتج أن الشريعة الإسلامية تتضمن كل مبادئ

¹ جمعة الرقيبي، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في الصيغ الإسلامية، مرجع سابق، ص 5-10. وعبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، ورقة مقدمة إلى "مؤتمر

الخدمات المالية الإسلامية الثاني"، طرابلس ليبيا، المنعقد يومي 27-28/04/2010م، ص 11-12

² محسن أحمد الخضري، الإدارة في الإسلام، ورقة مقدمة إلى "الندوة رقم 21"، معهد البحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 1990م، ص 145، نقلاً عن شوقي

بورقية، الحوكمة في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 11

³ شوقي بورقية، الحوكمة في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 11-13.

حوكمة المنشآت التي جاءت بها المنظمات الدولية والمفكرين الغربيين، وهنا يطرح السؤال التالي: هل المؤسسات المالية الإسلامية بغنى عن تطبيق مبادئ حوكمة المنشآت ما دامت تعاليم الشريعة الإسلامية تضم كل تلك المبادئ من عدالة وشفافية ومساءلة؟ نحاول الإجابة على هذا السؤال من خلال طرحنا معيار حوكمة المنشآت المالية الإسلامية الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا.

2- معيار حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية:

يعتبر مجلس الخدمات المالية الإسلامية بالإضافة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة الإسلامية من أبرز الجهات التي حققت نوعاً من السبق في إصدار معايير ومبادئ للحوكمة، حيث تبنى هذا المجلس مبادئ الحوكمة الصادرة عن كل من منظمة مجلس التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ووثيقة لجنة بازل حول تعزيز الحوكمة في المنظمات المصرفية¹، وبني عليهما مجموعة من المبادئ الإرشادية التي يجب أن تلتزم بها إدارة المؤسسة المالية الإسلامية تجاه أصحاب المصالح. وأصدر معياراً لحوكمة المؤسسات المالية الإسلامية في ديسمبر 2006م، تحت ما يسمى بـ (المبادئ الإرشادية لضوابط إدارة المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية).

- وقد أُلزم هذا المعيار المؤسسات المالية الإسلامية إما أن تؤكد التزامها بنصوص هذه المبادئ أو تعطي شرحاً واضحاً لأصحاب المصالح عن أسباب عدم التزامها بهذه المبادئ، وهذا ملخص حول المبادئ الإرشادية السبع¹:
- يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تضع إطاراً لسياسة ضوابط إدارة شاملة تحدد الأدوار والوظائف الإستراتيجية لكل عنصر من عناصرها والآليات المعتمدة لموازنة مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية تجاه مختلف أصحاب المصالح، ويقصد بعناصر ضوابط الإدارة كل من: مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه، الإدارة التنفيذية، هيئة الرقابة الشرعية، مراجعي الحسابات الداخليين والخارجيين.
 - يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية اعتماد التوصيات ذات العلاقة مثل مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وورقة لجنة بازل للإشراف المصرفي وتعاليم وتوجيهات السلطات الإشرافية، وقد أوصى المبدأ بضرورة الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.
 - يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تتحمل المسؤولية الإلتزامية تجاه أصحاب حسابات الإستثمار، مع الإفصاح والشفافية عن المعلومات، وقد جاءت التوصية بأن يتم ذلك من خلال لجنة ضوابط الإدارة.
 - تزويد مجلس الإدارة بالتقارير التي تبين مدى إلتزام مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية بالمعايير المحاسبية المتعارف عليها دولياً والتي تسري على قطاع الخدمات المالية الإسلامية، وقد جاءت التوصية بضرورة قيام المصارف بإنشاء لجنة المراجعة.
 - تكليف لجنة ضوابط الإدارة بمراقبة "إحتياطي معدل الأرباح" و"إحتياطي المخاطر" والتوصية لمجلس الإدارة حول كيفية إستخدامه.
 - لا بد أن يبقى تنوع الآراء الشرعية من الخصائص الدائمة لقطاع الخدمات المالية الإسلامية، ويجب أن يحصل المراجعون الداخليون والمراقبون الشرعيون على التدريب اللازم والمناسب لتعيين مهاراتهم من حيث

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط إدارة المؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كولامبور، ماليزيا، ديسمبر 2006م، ص 6-10.

- مراجعة مدى الإلتزام بالشريعة، كما يجب مواصلة إصدار وتشجيع مبادرات التنسيق بين الفتاوى الشرعية، بما يفيد الفهم المشترك بين علماء الشريعة.
- ضرورة إعتدال مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية الشفافية في إعتدالها تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها الصادرة عن علماء الشريعة الإسلامية للمؤسسة، ويجب على المؤسسة الإلتزام بقرارات الهيئة الشرعية المركزية أو الإفصاح عن سبب عدم الإلتزام.
- يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية توفير المعلومات الجوهرية والأساسية حول حسابات الإستثمار وطرق حساب الأرباح وتوزيع الموجود وإستراتيجية الإستثمار وآليات دعم العوائد التي تديرها لأصحاب حسابات الإستثمار وللجمهور بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب.
- كما يتطلب توفير المعلومات لأصحاب حسابات الإستثمار حول أسس توزيع الأرباح قبل فتح حساب الإستثمار والإعلان عن حصة كل من المؤسسة وأصحاب حسابات الإستثمار في الأرباح حسب مقتضيات عقد المضاربة.
- وجود هذه المبادئ وإعلان الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية عن إلتزامها بها لا يكفي لتحقيق مقتضيات الحوكمة ومبادئها إذ لا بد من وجود هيئة، أو جهة رقابية تتحقق من تطبيق هذه المقتضيات والإمتثال لما تفرضه¹

3- مقارنة بين الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية ونظيرتها الإسلامية: ثمة أوجه اتفاق واختلاف بين الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية.

أ- أوجه الإتفاق بين الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية:

إن وجود أوجه التشابه بين المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية يرجع ذلك لأوجه الشبه في بعض الأنشطة التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، والتي يمكن إبراز أهم نقاط الاتفاق بينهما فيما يلي:

- إن الحوكمة في المؤسسات المالية عموماً سواء كانت تقليدية أو إسلامية غالباً ما يركز فيها على الجوانب الإئتمانية عن سائر المنشآت الإقتصادية كالشركات وغيرها، والحوكمة في المؤسسات المالية عموماً توجه جانباً كبيراً من إهتمامها لأحداث التوازن في المصالح بين الأطراف ذات العلاقة بأنشطة تلك المؤسسات، وإن كان التفاوت يبدو واضحاً بين التقليدية والإسلامية في توسيع مظلة الحوكمة لتشمل أكبر قدر ممكن من مصالح الأطراف كما سيأتي ذكره.
- إن الحوكمة في المؤسسات المالية عموماً تفترض وجود مبادئ عامة أساسية لا تختلف فيها الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية عنها في المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك عندما يتعلق الأمر بالجوانب التقنية والإدارية والمهنية، حيث إن هذه الجوانب غالباً ما تنبثق عن إعتبرات علمية لا صبغة لها وبالتالي يصعب وصفها بالتقليدية أو الإسلامية، نظراً لحداثتها وعدم قابليتها للتأثر بالإنتماءات الفكرية.
- تحتل الرقابة في جانبها المالي والإداري بالإضافة إلى جانبها التقني مكاناً بارزاً في أدبيات الحوكمة في المؤسسات المالية عموماً تقليدية كانت أو إسلامية، كما أن الجهود التي تبذل لتطوير الرقابة في تلك الجوانب هي في الغالب جهود لا يظهر فيها فرق بين المؤسسات المالية التقليدية ونظيراتها الإسلامية،

¹ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 21.

لإعتمادها بالدرجة الأولى على التجربة والخبرة الفنية التي تكتسبها المؤسسات المالية عبر التاريخ، من التطبيق للمبادئ القانونية والإدارية، يتم من خلال ذلك التطبيق المستبصر لرصد الأخطاء والثغرات، ومحاولة تجنبها وتلافيها من خلال رسم الخطط والآليات، ومن خلال التعديل المستمر في اللوائح والأنظمة وصولاً إلى بيئة قانونية وإدارية قادرة على تصحيح مسار تلك المؤسسات عبر الاستفادة من التجارب الذاتية أو القطرية أو الإقليمية، وهذا كله يولد بدوره أعرافاً قانونية وإدارية ومهنية وفنية ويتم الإحتكام إليها عندما لا تعسف اللوائح والأنظمة القانونية في إيجاد الحلول المناسبة للإشكالات والتحديات التي تفرضها طبيعة العمل.

- تحتل الشفافية والنزاهة والإفصاح مكانها البارز أيضاً في أدبيات حوكمة المؤسسات المالية بقسميها التقليدي والإسلامي، لأن النزاهة والشفافية والإفصاح هي بمثابة غايات للحوكمة الرشيدة ووسائل لتحقيقها، وهي أهم الوسائل للوصول إلى حوكمة رشيدة مستبصرة ومستتيرة، نظراً لأن الحوكمة ليست غاية بحد ذاتها وإنما هي وسيلة لرفع الأداء للمؤسسة المالية وإحداث التوازن المطلوب بين مصالح الأطراف المشتركة في عمليات تلك المؤسسة وأنشطتها وممارستها.

- إن تفعيل الأداء المالي والإداري والفني والمهني للمؤسسة المالية هو الثمار المرجوة والمتوخاة لمبادئ الحوكمة وآلياتها ووسائلها، لأن هذا التفعيل ينعكس على سمعة المؤسسة المالية ويكون قادراً على إستقطاب مدخرات الجمهور، وهذا الأمر لا تختلف فيه المؤسسات التقليدية عن نظيراتها الإسلامية حيث تتفق في قصدها إلى إستدراج السيولة التي تمكنها من القيام بأنشطتها التمويلية والإئتمانية والإستثمارية، وترفع مستوى أدائها في المجالات المختلفة التي تتجه إليها أنشطتها.

ب- أوجه الاختلاف بين الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية ونظيراتها التقليدية

إن ما تم عرضه من أوجه للإتفاق بين المؤسسات المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية في مجال الحوكمة لا يمكنه أن يخفي أوجه الإختلاف بين تلك المؤسسات بنوعها، ونحاول من خلال ما يأتي إبراز أهم الفروقات بين الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية ونظيرتها الإسلامية فيما يلي:

- الإختلاف في المنطلقات الفكرية والفلسفية الموجهة للحوكمة والضابطة لمسارها، فإن التوسع الائتماني والتمويلي والإقراضي وتعظيم العوائد هو الموجه الأكبر للحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية، وهو المولد الأهم لأفكارهم وآلياتها، بينما تحتل المنظومة القيمية الإسلامية بإمتداداتها العقدية والفكرية والفقهية والسلوكية المكان الأبرز والأهم في توجيه الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية وضبط مسارها وتحديد آلياتها وأفكارها، لأن الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية منبثقة عن الرؤى والتصورات الإسلامية في المجالات الإقتصادية، حيث إن هذه الحوكمة نتاجاً للفكر الإقتصادي الإسلامي الذي هو إقتصاد عقدي وفكري وأخلاقي وسلوكي.

- ثمة تحديات تواجه الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، والمتعلقة بالتحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، وهي تقريباً نفسها التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية، إلا أنها لا تواجه المؤسسات المالية التقليدية، وهذه التحديات تم التطرق إليها في آخر الفصل الأول*، هذه التحديات تضع العراقيل أمام حوكمة سليمة ومقنعة لتلك المؤسسات المالية الإسلامية.

* راجع المطلب الثالث من المبحث الرابع من الفصل الأول.

-تولي الحوكمة الإسلامية قدراً من إهتمامها وأدبياتها للقواعد الأخلاقية والعقدية التي يمكن أن تكون صمام الأمان في الإمتثال الجيد لمقتضيات الحوكمة مما لا يوجد مثله أو قريباً منه في المؤسسات المالية التقليدية القائمة على ثقة القوانين الجامدة، والتي يكتسب المديرون والموظفون في تلك المؤسسات المالية المهارات التراكمية العالية في القدرة على التفلت منها وإخفاء جرائمهم المالية، مما يوفر لهم قدراً كبيراً من الحماية القانونية وعدم المساءلة والملاحقة القضائية ويكون ذلك كله على حساب الأطراف ذات العلاقة بأنشطة المؤسسة المالية.

-إن الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية ذات مفهوم أشمل من نظيرتها في المؤسسات المالية التقليدية، نظراً لأن الحوكمة الإسلامية تعتمد بالإضافة إلى المعايير المالية معايير أخرى إجتماعية وشرعية باعتبارها مؤسسات مالية ذات رسالة، وبناءً على فهمها للدور الحقيقي الذي ينبغي أن تضطلع به في خدمة المجتمع دون أن يعني ذلك إغفال المعايير المهنية في الحوكمة الشاملة التي يفترض أن تكون السمة البارزة لحوكمة المؤسسات المالية الإسلامية، بينما لا نجد مثل هذا الشمول ولا قريباً منه في المؤسسات المالية التقليدية، نظراً لأن تلك المؤسسات لا تنظر إلا لتعظيم العوائد الربحية ولا تقدر دورها الذي ينبغي أن تقوم به في خدمة المجتمع، وإن فعلت ذلك في بعض الأحيان فإن ذلك غالباً ما يكون من قبيل الدعاية والإعلان لتحقيق أهداف ربحية مالية محضة.

-تجمع الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية بين معايير الحوكمة التقليدية في الجوانب المالية والإدارية وتحقيق قدر من الشفافية والنزاهة والإفصاح وبين المعايير الشرعية من حيث توافق أنشطة المؤسسة المالية الإسلامية مع الأحكام الشرعية، لذلك يقال أن المؤسسات المالية الإسلامية يواجهها نظام حوكمة ثنائي (double gouvance) يركز على مبادئ الحوكمة في المؤسسات المالية التقليدية المفروضة من طرف المساهمين والزبائن غير المسلمين والهيئات الدولية لتنظيم المؤسسات المالية ونظام حوكمة إسلامية مفروضة من طرف المساهمين والزبائن المسلمين بالإضافة إلى الهيئات الرقابية الشرعية، ما ينتج عنه وجود مجلسين مختلفين هما مجلس الإدارة بهدف مراقبة الجانب الإداري للمؤسسة المالية الإسلامية وهيئة الرقابة الشرعية بهدف مراقبة مدى توافق العمليات مع الشريعة الإسلامية، وتحتل هذه الهيئة الجانب الأكبر من عمل الحوكمة في المؤسسة المالية الإسلامية نظراً لإنعكاس الجوانب الشرعية على الجوانب الإدارية المالية، لذلك نجد أن هيئة الرقابة الشرعية تعتبر الدعامة الأساسية التي يقوم عليها مفهوم حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية¹، ويعتبر هذا التغيير الأكبر الملحوظ في هيكل الحوكمة المالية التقليدية بوجود هيئة الرقابة الشرعية، بالإضافة إلى وجود وحدة مراجعة للتأكد من أن العمليات المختلفة متفقة مع الأحكام الشرعية والأهداف المرسومة، وبذلك فإن القرارات التي تتعلق بمدى تقييد العمليات بالشريعة ستؤثر في كل أصحاب المصالح.

ثالثاً- الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

إن إدارة المخاطر هي جزء من دورة المخاطر المسموح بها في المنشأة إستناداً إلى إجراءات الرقابة الداخلية الموضوعة من قبل الإدارة، ويرى البعض أن عملية تحسين الأداء الإقتصادي للمنشأة بشكل عام تتم من خلال تحسين إدارة المخاطر، وأن هذا المفهوم يجب ألا ينظر إليه على أنه مفهوم سلبي (خطر)، وإنما النظر إليه بإتجاه إيجابي أي أن الخطر يعد مفتاح

¹ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 21-26

قيادة أنشطة المنشأة، وأن حوكمة الشركات تعتبر إستجابة إستراتيجية للمخاطر من قبل المنشأة، وتعتبر إدارة المخاطر إحدى الركائز الأساسية للحوكمة.

وتعد الحوكمة من نتائج الأدوار التي تؤديها بعض الجهات الموكلة إليها عمليات الإشراف على المخاطر وإدارتها ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر والتي يتم محاسبتها عن مدى تحقيق أهداف وغايات المنشأة مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة، لذا يتطلب تدعيم حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية بتوافر أركان رئيسية لنجاحها¹، ولعله يرد التساؤل التالي من هذه الجهات التي تساهم في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية استناداً إلى الحوكمة؟ إن الإجابة على هذا السؤال واضحة، وهي نفسها الجهات والأطراف المسؤولة عن عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية - سبق ذكرها في المبحث الثالث من هذا الفصل -، بإعتبار أن أداء أنشطة الحوكمة يكون من مسؤولية أصحاب المصالح في المنشأة لتحقيق فعالية الوكالة، أما المطلوب من هذه الجهات في ظل الحوكمة، هي أن تعمل جميعها مع بعضها البعض بشكل جيد وإستقلالية صحيحة، وتحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة المنشأة ما يولد رقابة داخلية قوية، وبالتالي تكون إدارة المخاطر فعالة، هذا ما يحقق الحماية للمساهمين وحملة الصكوك جميعاً مع مراعاة مصالح العمل والعمال والحد من إستغلال السلطة في غير المصلحة العامة، ما يؤدي إلى إصدار صكوك إسلامية تجمع بين المعضلات الثلاث: الربحية، والسيولة، والأمان من المخاطر، فضلاً عن مراعاة الإعتبارات الشرعية والأخلاقية والمسؤوليات الإجتماعية.

1- إستراتيجيات تطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية: برزت لنا مشكلة الوكالة وتعارض

المصالح كعامل مشترك بين العديد من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية في دراستنا لمخاطر الصكوك في المباحث السابقة، والحوكمة جاءت لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والإدارة (الموكل والوكيل) والتي تقوم عليها معظم أطراف عملية التصكيك، وكما يرى Meckling Jensen و Fama أن الصراع حتمي بين الملاك والإدارة، ونتيجة لهذه المشكلة إنهارت الكثير من الشركات. ولعل التجارب أثبتت أن معالجة هذه المشكلة (مشكلة الوكالة) لن تتم بمزيد من اللوائح والقوانين لأن هناك أحداث في المستقبل قد لا يشملها العقد، وأن هناك قدراً من السلوك لا يمكن إحكامه إلا بتقوية الجانب الأخلاقي للمسيرين.

وقد قدمت المؤسسات الدولية التقليدية والإسلامية الحوكمة كعلاج متطور لهذه المخاطر التي تفتك بإقتصاديات الدول، وأكد الكثير من المفكرين على نجاعة هذا العلاج وإمكانية حل المشكلة بواسطة التطبيق الجيد لآليات الحوكمة².

لذلك أصبح موضوع الحوكمة مشروعاً عالمياً يهدف إلى تحقيق الشفافية والعمل على محاسبة المسؤولين لحماية المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين والتخفيف من مشكلة الوكالة ما أمكن.

ونحاول من خلال ما يأتي تلخيص أهم الإستراتيجية الضرورية لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، والتي لا بد أن تتخذ مسارات شرعية ومالية وإدارية، ولما كانت الجوانب الشرعية هي السمة الغالبة والبارزة سواءً في صناعة الصكوك الإسلامية أو الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، ولما كانت الجوانب الأخرى

¹ مزياني نور الدين، زرار العياشي، إدارة المخاطر في ظل حوكمة الشركات، مداخلة مقدمة إلى "الملئقى الدولي حول: الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، قسم العلوم التجارية، جامعة باجي مختار، عنابة، 18-19/11/2009م، ص ص 145-147، بتصرف.

² جمعة الرقيبي، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد، مرجع سابق، ص 3.

المالية والإدارية تخضع في الغالب للإعتبارات الشرعية ولها فيها كلمة، فإن التركيز في هذا المبحث سيتجه إلى الجوانب الشرعية من الحوكمة دون إغفال للجوانب الأخرى، وهذا كله يعني أنه لا بد من تطوير أداء الرقابة الشرعية على المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك، لدورها الأساسي في التحقق من مشروعية تصكيك الأصول، ووضعها لأسس ومعايير الرقابة الشرعية السابقة و المتزامنة واللاحقة لعملية إصدار الصكوك وإنهاءً بعملية الإطفاء والتسييل، ودراساتها للوثائق والمستندات والعقود التي سيتم التعامل بها بين أطراف عملية التصكيك من الناحية الشرعية، والمصادقة على مدى شرعية طرق وآليات علاج المخاطر، أي إضفاء الشرعية والمصادقية على الصكوك المصدرة.

ولعل الإقبال على الإكتتاب في الصكوك لإصدار معين دون آخر، يرجع في جزء كبير منه إلى ثقة المستثمرين بذلك الإصدار، هذه الثقة هي بدورها متولدة عن وجود هيئات للفتوى والرقابة الشرعية لعمليات إصدار الصكوك، لذلك لا بد لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية من أن تطور نفسها باستمرار كي تتمكن من مواكبة الزخم المستمر والمتسارع للعمليات الائتمانية والاستثمارية، حيث تقوم هيئات الفتوى والرقابة الشرعية بدور الدعم للمؤسسات المالية الإسلامية لا عبئاً عليها. والسر في تطوير عمل هيئات الفتوى والرقابة الشرعية يكمن في إيجاد تلك المعادلة الكفيلة بإحداث التوازن بين التسارع المستمر والتطور في المعاملات والأنشطة المالية، وبين توائم هذه المعاملات وإتساقها مع أحكام الشريعة الإسلامية مما يشكل الجزء الأعظم والأهم من مكونات الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية عموماً، وهناك جملة أمور يمكن إقتراحها لمعالجة بعض مخاطر الصكوك الإسلامية وفي نفس الوقت إستراتيجيات لتطوير الحوكمة كآلية لعلاج مخاطر الصكوك الإسلامية¹، وفيما يلي أبرزها:

أ- حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية:

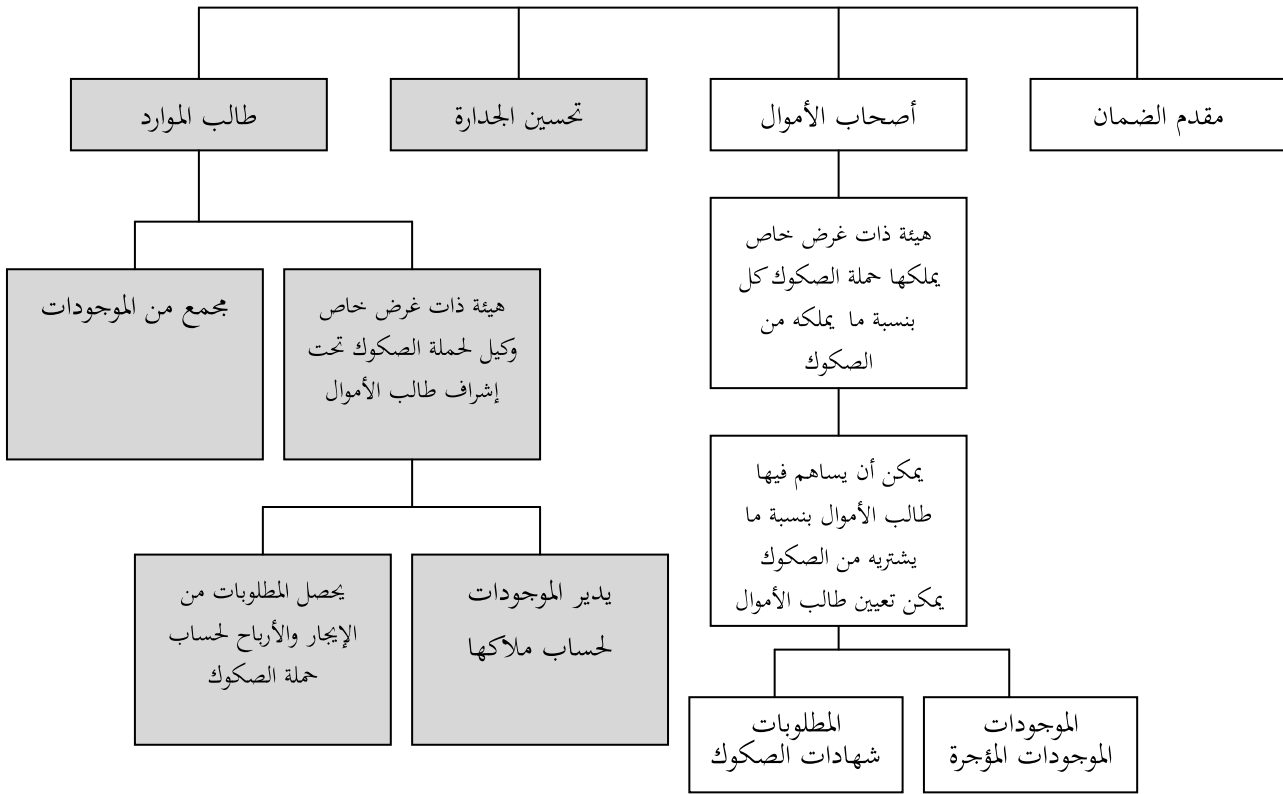
✓ أولاً نبدأ بالهيئة ذات الغرض الخاص (SPV) التي تقوم بشراء الموجودات وإصدار وتوزيع الصكوك على أساسها، والتي تمثل في النهاية مصالح حملة الصكوك - كما ذكر سابقاً -، وقد إعتاد الأمر على كون هذه الهيئة مملوكة للمنشئ (المؤسسة البادئة للتصكيك) والمنافع بحصيلة الصكوك، ويعاب على هذه الطريقة تضارب المصالح بين طالب الأموال الذي يقوم بإصدار الصكوك من ناحية، وينشئ هيئة ذات غرض خاص يملكها ولكن من المفروض أن ترعى مصالح حملة الصكوك من ناحية أخرى. ولذلك، لا بد أن تكون هذه الهيئة جهةً مستقلة مالياً وقانونياً عن الجهة المنشأة لها (المنشئ)، وليست تابعة لها أو فرعاً من فروعها، لتتحقق الشفافية ومراعاة مصالح حملة الصكوك. إذ لو كانت مملوكة لها وغير مستقلة عنها، لصار عملاء (حملة الصكوك) هذه الشركة الناشئة أسوة مع عملاء الشركة المالكة، ولأمكن تصفيتها من قبل الشركة الأم، فتضيع بذلك حقوق عملاء هذه الشركة الناشئة وامتيازاتهم. فينبغي عند تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص أن تقطع العلاقة بينها وبين الشركة المنشئة، فلا يكون للشركة المنشئة أي سلطة عليها تتعلق بالبيع أو الشراء أو التصفية أو التصرف². وهناك بديل يتمثل في حوكمة عملية الإصدار، وهو قيام طالب الأموال (المنشئ) بإنشاء هيئة ذات غرض خاص كشركة مساهمة، يكون رأس مالها قيمة الصكوك المصدرة، ويمتلك حملة الصكوك حصصاً على المشاع فيها بنسبة ما يحملونه، ومن الممكن أن ينضم إليهم المنشئ كشريك بما يحمله من صكوك

¹ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 26-27. بتصرف

² عبد العظيم أبو زيد، الشركة ذات الغرض الخاص، مهامها وضوابطها الشرعية، مرجع سابق

بإحفظه (المنشئ) بنسبة منها، ومن الممكن في هذه الحالة أن يتم تعيينه مديراً للهيئة الخاصة، مع إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة، من خلال جمعية تتضمن ممثلين منهم، تقوم بمراقبة أعمال الهيئة ومحاسبة إدارتها كل فترة مالية. ومن خلال هذا يمكن التخفيض والتقليل من مخاطر التشغيل نتيجة تخفيض المخاطر الإدارية¹، والشكل رقم (2، 7) يبين مقارنة بين نموذج الإصدار المقترح والنموذج المتبع حالياً (الواقع) - وهو على اليسار -*.

الشكل رقم (2، 7): نموذج لحوكمة إصدار الصكوك الإسلامية



المصدر: معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 18

✓ تجدر الإشارة إلى نقطة مهمة وتعتبر كإقتراح يتمثل في الإقتصار على حد أدنى من الأطراف في عملية التصكيك، وأن تجمع الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بين عدة وظائف بإعتبارها وكيل إصدار ومدير وأمين إستثمار في نفس الوقت - وهو ما تم الإعتماد عليه عند إقتراحنا لطرق وآليات إدارة المخاطر - ، بهدف تقليص حجم التكاليف من جهة والتي يتحملها في النهاية حملة الصكوك، ومن جهة أخرى فإن حد أدنى من الأطراف يعني حد أدنى من العقود وبالتالي القدرة على السيطرة والمراقبة سواءً من ناحية إدارة المخاطر أو من ناحية الرقابة الشرعية ، ولكن ضرورة الأخذ بعين الإعتبار عدم خلق مشكلة تعارض المصالح عند الجمع بين وظائف الشركة ذات الغرض الخاص.

✓ ضرورة أن يكون تمثيل الصكوك لموجوداتها حقيقياً (الصكوك المدعومة بأصول Asset-Backed Sukuk)، ويعد حملة الصكوك المالكين لتلك الموجودات التي تمثلها صكوكهم، وبذلك يعد الأداء الفعلي

¹ معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 15-16. بتصرف

* يتجهل في قيام المنشئ بإنشاء هيئة ذات غرض خاص تكون في الواقع ملكاً له وتحت سيطرته، ثم يبيع لها مثلاً مجموع الموجودات المؤجرة، ومن ثم تقوم هي بإدارة الموجودات لحساب حملة الصكوك دون أن يكون لهم أدنى وسيلة للتأثير على أسلوب العمل بالهيئة ذات الغرض الخاص (SPV)

للموجودات محل العقد المحدد الوحيد لعوائدهم، فإذا كان أداء الموجودات جيداً، وواجه المنشئ خطر الإفلاس، فإن سداد حملة الصكوك لن يتأثر ويظلون محميين إذا حدث أي شيء للمنشئ.

✓ وبشكل عام ومختصر ضرورة تطبيق الحوكمة على مختلف أطراف عملية التصكيك التي تربطهم عقود في هيكل التصكيك، هذا من شأنه التخفيف والتقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك مع ضرورة حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في صيغ التمويل الإسلامية التي تبنى عليها إصدارات الصكوك الإسلامية.

ب- حوكمة الهيئات الشرعية:

إن طرح آليات وإستراتيجيات لتطوير الحوكمة في عمل الهيئات الشرعية من شأنه أن يقلل الكثير من المخاطر نظراً لإرتباط هذه الهيئة بمختلف أطراف هيكل عملية التصكيك هذا من جهة، ومن جهة أخرى وعند دراسة هيكل الحوكمة داخل المؤسسات المالية الإسلامية نجد أن مركز هذا الهيكل هو هيئة الرقابة الشرعية، لدورها في إعطاء الصبغة الشرعية على جميع معاملات عملية التصكيك، ونحاول من خلال ما يلي تلخيص أهم الآليات والإستراتيجيات الضرورية لتفعيل الحوكمة في المؤسسة المالية الإسلامية:

✓ تأهيل أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية تأهيلاً مالياً مصرفياً محاسبياً، بالإضافة إلى التأهيل الشرعي، ليعرفوا ذا إمام بالمعاملات المالية وآليات تنفيذها، والطرق المحاسبية فيها، ويكون حكمهم على تلك المعاملات صحيحاً، ولا يكفي لتحقيق هذه الغاية مجرد وجود ثقافة مالية محاسبية يسيرة، وذلك لأن المعاملات المالية هي أكثر تشعباً وتعقيداً من أن تحويها الثقافة المالية اليسيرة.

✓ التأكد من تحقق الشروط الواجب توافرها في عضو هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سواءً أكانت تلك الشروط المتعلقة بالعدالة أو تلك المتعلقة بالعلم¹، حيث أن البعض من غير المتخصصين يدفعون بأنه لا حاجة لعالم الشريعة أن يحصل على الدكتوراه، لأن مؤسسي المذاهب الكبار لم يكن لديهم تلك الشهادة، ولم يمنعهم ذلك من التصدي للفتوى، ولقد كان من نتيجة ذلك أن دخل حوالي أربعة أصناف* من الناس في عضوية الهيئات الشرعية، تقف وراء العديد من المنتجات المالية ومنها الصكوك الإسلامية سيئة السمعة التي ترتكز على الصحة الشكلية دون صحة الغرض ودون الإنتباه إلى المآلات التي تترتب على تلك المنتجات. لذلك فقد حان الوقت لكي نضع قواعد وضوابط لحوكمة الهيئات الشرعية بما يتفق والأعراف المقبولة والمتبعة في الفروع الأخرى للمعرفة. لذلك فمن الأفضل أن تتكون الهيئة الشرعية من عدد مفرد من علماء الشريعة مع مستشار إقتصادي².

وأن يكون المراقب الشرعي على علم واسع بالفقه المقارن وأصول الفقه والإقتصاد الإسلامي، كما ولا بد أن يكون المستشار أو المراقب الشرعي ذا إمام بمقاصد الشريعة وقواعدها الكلية، بحيث لا يبقى جامداً على فهم قديم للنصوص الشرعية، أو عاكفاً على أقوال فقهية مسطورة في المتن أو الشروح أو المطولات

¹ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 27-28

* النوع الأول من هذه الأصناف ويعتبر الأسوأ هو من ليس لديه أي مؤهل عالٍ في أي فرع من فروع المعرفة، والثاني من لديه مؤهل عالٍ في أحد فروع المعرفة، ولكن دون أي مؤهل مماثل في الشريعة، أو من لديه مؤهل غير عالٍ في فرع من فروع الدراسات الإسلامية ذي صلة بالشريعة، كالفضة الشرعيون مثلاً، أو من يكون لديه مؤهل عالٍ في الشريعة، ولكنه كثير الخطأ في الفتوى، نقلاً عن معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 39

² معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 39-40

وفق هذا وذلك، فلا بد أن يكون ذا إمام بعلل الأحكام ومآخذها، كي يتمكن من التخريج على علة النص الفقهي لا على النص الفقهي ذاته¹

وفيما يتعلق بتصنيف الصكوك، فإن على هيئات التصنيف أن تدخل في العوامل التي يركز عليها تصنيف الصكوك مؤهلات الهيئة الشرعية المشرفة على إصدار الصكوك، بحيث يتحسن ويتدهور التصنيف بما يتفق مع مؤهلات أعضاء الهيئة. هذا من ناحية المستوى العلمي لعضو الهيئة الشرعية². كما لا بد أن يتسم عضو هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بالسلوك الشرعي القويم وبالإخلاص والنزاهة، وأن لا يتعاطى مع الرقابة الشرعية على أنها مجرد مهنة، بل يفهمها على أنها رسالة.

✓ إستقلالية أعضاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية له الأثر الأكبر على إضفاء الثقة والمصدقية على فتاوى هذه الهيئة وقراراتها وتوصياتها، ومعيار الإستقلالية هو العلاقة التي تربط هذه الهيئة بالمؤسسة المالية المصدرة للصكوك الإسلامية بطريقة توجد الموضوعية والحيادية. مع الأخذ بعين الإعتبار الإقتراحات المقدمة لدرء مشكلة تعارض المصالح في أعمال هيئة الرقابة الشرعية مع المؤسسة المفتى لها - تم ذكرها في المطلب الثالث من المبحث الرابع من هذا الفصل عند علاج المخاطر الشرعية -، ما يسمح بتحقيق مستوى أكبر من الإستقلالية بين الهيئة الشرعية والمؤسسة المالية الإسلامية موضوع الرقابة الشرعية.

✓ إقتراح توحيد الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، لتكون تحت هيئة واحدة وتخضع لإشراف ما يسمى بالبنك الإسلامي المركزي، حتى لا يكون هناك إختلاف في وجهات النظر حول عمل وأداء تلك المؤسسات من دولة إلى أخرى بل ومن مؤسسة إلى أخرى³.

✓ الفصل بين الفتوى (التشريع) والتدقيق الشرعي الخارجي، ضرورة لتطوير وضع الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية من حيث تحقيق الفصل بين السلطات والفصل بين الوظائف المتعارضة، ولضمان ثبات وإستقرار المعايير التي يمكن على أساسها ممارسة التدقيق الشرعي والمالي، وتتم على أساسها المساءلة، وذلك أسوة بالوضع المهني المستقل والمستقر لمهنة التدقيق المالي الخارجي (المحاسب القانوني)، والتي تمارسها جهة مستقلة عن جهة إصدار المعيار وتعديله ، وما تبديه جهة التدقيق المالي الخارجي من ملاحظات يعد نهائياً بالنظر إلى المعيار المستقر، لأنها ببساطة لا تملك تغييره خلافاً لجهة التدقيق الشرعي الخارجي (هيئة الرقابة الشرعية) التي تملك تغيير وتعديل المعيار⁴

✓ العمل على إيجاد البديل الشرعي الواضح للمعاملات التي يتم الإعتراض عليها، وعدم الإكتفاء بمجرد الإفتاء بعدم صحتها (حالة المشتقات المالية في موضوع بحثنا كأداة لإدارة المخاطر)، بل إن تطوير الأدوات المالية وإقتراح الحلول والبدايل، هو من صميم عمل هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، وهو ما يثري الصيرفة الإسلامية ويساهم مساهمة فعالة في تقدمها وتميزها، وعليه فلا بد من أن تكون لدى أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية روح المبادرة، والحرص المستمر على التقدم والتميز، إيماناً من أعضاء الهيئة بالرسالة التي تضطلع بها المؤسسات المالية الإسلامية في بناء إقتصاد الأمة وتخليصه من شوائب

¹ عبد المجيد الصلاحيين، المرجع السابق، ص 28

² معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك ووسائل تحسينها، مرجع سابق، ص 40

³ عبد المجيد الصلاحيين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 29. بتصرف.

⁴ عبد الباري مشعل، حوكمة هيئات الرقابة الشرعية، ورقة بحث مقدمة إلى "ملتقى: الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية"، مركز بيان للهندسة المالية، الخرطوم، السودان، المنعقد خلال الفترة:

7-7 أبريل 2011م، ص 5.

- الربا، وهذا بدوره يجعل حوكمة هذه المؤسسات أكثر إستقراراً وأقل عرضة للمخاطر، والذي ينعكس بدوره على ما تحتله تلك المؤسسات من مراتب في السلم التصنيفي لحوكمة المؤسسات.
- ✓ النص على تحديد منهج واضح لإتخاذ الفتاوى والقرارات والتوصيات: فلا بد لهيئة الفتوى من تحديد منهج مسبق في التعاطي مع الآراء الفقهية وإتخاذ القرارات والتوصيات، ضماناً لتوحيد هذه الفتاوى مما يبسر عملية حوكمتها، إذ كيف يمكن أن نتصور حوكمة صحيحة وسليمة في ظل وجود فتاوى مختلفة ومتباينة ومتناقضة، و على أي أساس ووفق أي معيار يمكن حوكمة مثل هذه المؤسسات المتباينة في إختياراتها الفقهية.
- ✓ نزول أعضاء هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية إلى الميدان، وعدم الإكتفاء بإصدار الفتاوى والقرارات من وراء المكاتب: من خلال القيام بجولات تفتيشية رقابية على المعاملات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية التي ينتسبون إليها، والقيام باللقاءات مع الموظفين والمستثمرين ومختلف الأطراف ذوي العلاقة، مما يساعدهم ذلك في رسم السياسات اللازمة للفتوى، والتأكد من أن الفتاوى التي يصدرونها تجد طريقها إلى التطبيق ولا تبقى حبيسة الأدرج.
- ✓ الإستعانة بأهل الخبرة والإختصاص في المجالات التي تحتاجها هيئة الفتوى في عملها، ويدخل في ذلك الإستعانة بللآراء الفقهية المتبناة من قبل هيئات الفتوى والرقابة التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية الأخرى، وتبادل الآراء والأفكار لتطوير الصناعة المالية الإسلامية. مما يساهم مساهمة كبيرة في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، وتتطلب هذه الأخيرة، ضرورة التخلي عن المنافسة بين هيئات الفتوى والرقابة الشرعية لتلك المؤسسات، وبالتعاون المثمر البناء يمكن لهذه الهيئات أن توحد الآراء الفقهية تجاه المستجدات المتسارعة في مجال الصناعة المالية الإسلامية، ومن خلال ذلك تخنفي التناقضات والخلافات بين هذه الفتاوى مما يزيد الثقة لدى المتعاملين والمستثمرين مع تلك المؤسسات، ويبسر إجراءات حوكمتها.
- ✓ إلترام إدارة المؤسسة المالية الإسلامية بالتنفيذ الفوري لتعليمات وتوصيات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، حيث أن هذه التوصيات والتعليمات لا تكون ذات فائدة وثمره إذا لم تجد طريقها إلى الإلتزام والتطبيق، وهذا الإلتزام وذلك التطبيق يحتاجان إلى إرادة إدارية من قبل المؤسسة المالية الإسلامية، وفوق هذا وذاك، فلا بد من وجود آليات تمكن الهيئة من التحقق من التنفيذ، ولعل تأسيس وحدات مستقلة للرقابة داخل المؤسسة المالية تكون في هذا الإطار.
- ✓ مشاركة أحد أعضاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية في إختيار موظفي الهيئة ذات الغرض الخاص (SPV)، عند قيام المؤسسات البادئة بالتصكيك (المنشئ) بتأسيس ها، حيث أن المواصفات المهنية للموظف غير كافية لإختياره للعمل في المؤسسة المالية الإسلامية لأن معرفة وثقافة الموظف بالمعاملات الشرعية سبب رئيسي لإلترامه بقواعدها وعدم مخالفتها، وإن إختيار أشخاص مهنيين، ليس لديهم ثقافة شرعية أو إلتزام بالشعائر الدينية يؤدي إلى سوء تطبيق قرارات وفتاوى الهيئة الشرعية .
- ✓ وضع صندوق لتلقي الشكاوى خاص بهيئة الرقابة الشرعية في الصالات الرئيسية في المركز الرئيسي للمؤسسة المالية.
- ✓ تشجيع أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على حضور الندوات والمؤتمرات، وورش العمل المتخصصة في الهندسة المالية الإسلامية، يؤدي إلى تبادل الخبرات ونقل التجارب والمعارف، مما يؤدي

إلى إثراء الفكر المالي الإسلامي، وفتح آفاق رحبة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في مجالات الرقابة والتدقيق الشرعيين، كما ينبغي أن تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بالمبادرة إلى رعاية وتمويل مثل هذه الندوات والمؤتمرات، إذ أن هذا التمويل يعد من أنفع أوجه الاستثمار .

أما بالنسبة لتطوير آلية الحوكمة في الهيئة الشرعية على مستوى السلطات والجهات الإشرافية للدولة، فهذا يتطلب ما يلي:

- ✓ الإشراف من قبل الهيئات الرسمية للدولة على أعمال أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، من خلال إصدار القوانين التي تنظم عمل هذه الهيئات، أو من خلال إيجاد هيئة عليا للرقابة الشرعية لدى البنك المركزي، تشرف على تطبيق القوانين، وتقوم بوضع المعايير الشرعية والمهنية، لأعمال هيئات الفتوى والرقابة الشرعية¹، مما قد يسهم ذلك في تخفيف العبء على جهات التدقيق الخارجي المالي والشرعي التي تقدم خدمات التدقيق لمؤسسات مختلفة، ويعزز من فعالية الفصل بين الفتوى والتدقيق كسلطتين متعارضتين، ويدعم المنافسة الصحيحة التي تقوم على أساس الجودة والسعر .
- ✓ أهمية قيام البنوك المركزية بدورها في المجال التدقيق الشرعي، وذلك بإستحداث إدارة تابعة للبنك المركزي، تكون مهمتها التفتيش الشرعي على المؤسسات الخاضعة لها للتأكد من مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية² .
- ✓ نقل أعمال هيئات الفتوى والرقابة الشرعية من الإطار الفردي إلى الإطار المؤسسي، ويتمثل ذلك في إيجاد اللوائح التنظيمية، التي تحكم عمل هذه الهيئات، من خلال عقد الاجتماعات الدورية لتلك الهيئات³ .
- ✓ طرح برامج للمؤسسات المالية الإسلامية في الجامعات الإسلامية أو جامعات الدول الإسلامية، إذ أن التوسع الكبير في مجال المؤسسات المالية التقليدية بفتح نوافذ إسلامية، قد أوجد حاجة ماسة لأعداد كبيرة من الإطارات الذين يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية إستقطابهم، وإن فتح مثل هذه التخصصات يساهم إلى درجة كبيرة في تخفيف العبء عن هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، ناتجة عن أن الموظفين الذين يعملون في جل هذه المؤسسات ليس لديهم إلمام بالنواحي الشرعية، مما قد يولد الكثير من المخالفات الشرعية أثناء قيام هؤلاء الموظفين بأعمالهم داخل المؤسسات المالية الإسلامية⁴ .
- ✓ ضرورة الإلتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن إجتهد جماعي، مثلاً على ذلك، معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAIOfI، حيث أصدرت هذه الأخيرة كتابان (المعايير الشرعية)، و(المعايير المحاسبية)، يمكن أن يمثل المرجعية الشرعية والمحاسبية المنشودة، وبالفعل إعتمدت هذه المعايير في كل من السودان وسوريا والبحرين وغيرها من الدول كمرجعية ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في الدولة، إلا أن عدم كفاية بعض المعايير الصادرة عن AAIOfI يتطلب جهوداً إضافية من السلطات الإشرافية في كل من تلك الدول المذكورة لتطويرها وإستكمالها، وإعتمادها في ثوب جديد من الهيئة الشرعية العليا، وتميزت السودان بجعل عقود المنتجات جزءاً من المعايير، ويعد مثل هذا الجهد خطوة مهمة في سبيل إستكمال المرجعية الشرعية الموحدة، ويجعل الحاجة إلى الفتوى على مستوى

¹ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 29-31. بتصرف

² المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، تقرير ورشة عمل بعنوان: حوكمة الإلتزام الشرعي في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، 08 ماي 2007م، ص 16.

³ عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 31.

⁴ عبد المجيد الصلاحين، المرجع السابق، ص 28.

كل مؤسسة أمراً غير قائم، بل يمكن الإستغناء عنه والعمل مباشرة بالمرجعية الشرعية الموحدة التي تعتمدها الهيئة الشرعية العليا في جهة الإعتماد (البنك المركزي مثلاً)، ويمكن تصور التدرج في الإستغناء عن الفتوى الخاصة بالنظر إلى إكتمال المرجعية الشرعية تدريجياً، بحيث يتم الإستغناء عن الفتوى الخاصة في كل منتج تستكمل جهة الإعتماد مرجعيته.

إن الإستغناء عن الفتوى الخاصة في ظل المرجعية الموحدة أمر طبيعي أسوة بالمرجعيات في العالم لجميع الأعمال، إلا أنه يتطلب العمل وفق هذه المرجعيات الإحتفاظ بجهة خاصة للفتوى مهمتها تفسير الأحكام الواردة في المرجعية، وهناك فرق كبير بين وجود وظيفة الفتوى التي تنشئ الحكم (التشريع) وبين وجود مستشار يفسر الأحكام الواردة في المرجعية ولا ينشئه، وعليه فإن إحتفاظ المؤسسة المالية بالهيئة الخاصة قد يكون ممكناً من الناحية الشكلية، ويمكن أن يقتصر عملها على أمرين: الأول أن عملها ستركز في تفسير الحكم الشرعي الذي تتضمنه المرجعية الشرعية الموحدة المتمثلة في المعايير المعتمدة من الهيئة العليا في البنك المركزي، والثاني: لن يوجد إلزام قانوني لإحتفاظ المؤسسة بالعدد الذي تفرضه المعايير الحالية وهو ثلاثة أعضاء، بل يكون واحداً أو أكثر وفقاً لحجم المؤسسة، وكإقتراح للجهات الإشرافية الإحتفاظ بوظيفة مستشار يكون حلقة الوصل بين البنك المركزي والمؤسسة.

✓ إن الوضع الأمثل للمضي قدماً في تطوير آليات وإستراتيجيات الحوكمة في الهيئات الشرعية كآلية لمعالجة المخاطر الشرعية وغيرها من المخاطر الأخرى، هو العمل الجاد من البنوك المركزية لإقرار المقترحات سابقة الذكر بشكل ملزم للمؤسسات المالية الإسلامية، كالفصل بين الفتوى والتدقيق، وإعتماد المرجعية الشرعية الوحيدة، وغيرها من المقترحات، وبدون الإلتزام القانوني فإن هذه المقترحات لن تجد طريقها للتطبيق المنظم.

✓ كما أن سيادة القانون تمنح للمؤسسات المالية الإسلامية فرصاً لبناء نموذج موحد للمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، والمؤسسات المالية التي تعمل في مجال إصدار الصكوك بشكل خاص، على إصدار صكوك وفق نموذج موحد يختلف باختلاف نوع الصك المصدر يمكن من تسويقه وتداوله خلافاً لما عليه الإصدارات الحالية التي تتسم بالإختلافات العميقة في بعض الأحيان بين مؤسسة وأخرى وبين بلد وآخر في أحيان أخرى¹.

بالإضافة إلى الرقابة الشرعية بإعتبارها المكون الرئيسي والأساس للحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، فإن ثمة جوانب إدارية ومالية وتقنية ومهنية ينبغي أن تكون الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية مستبصرة بها، مع إقتراح الأخذ بعين الإعتبار طرق علاج المخاطر الأخرى (المالية والمرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية، والتشغيلية) ، كآلية لتطوير الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في مجال إصدار الصكوك التي تم تناولها في المبحث السابق (علاج مخاطر الصكوك الإسلامية)، كي تكون تلك المؤسسات قادرة على تطبيق معايير الحوكمة عليها من خلال الفهم السليم لمبادئ الحوكمة ومعاييرها وحسن تطبيق هذه المبادئ والمعايير، مع مراعاة الخصوصية الإسلامية للمؤسسات المالية الإسلامية².

إذا يعد وجود الحوكمة أمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء الصكوك الإسلامية، والتي تنعكس على حجم عوائدها وإستقرارها، وذلك من خلال تحسينها لعملية إدارة المخاطر بتحديد الجهات وتوزيعها المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من هذه المخاطر.

¹ عبد البارى مشعل، حوكمة هيئات الرقابة الشرعية، مرجع سابق، ص 7-15، بتصرف.

² عبد المجيد الصلاحين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 31، بتصرف.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق وآليات إدارتها، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول تناول العائد والمخاطرة تعريفها وأدوات قياسها، من جانب الإستثمار في الصكوك الإسلامية بإعتبار أن الصك ورقة مالية كغيرها من الأوراق المالية الأخرى، لها عائد وتتعرض إلى مخاطر، إلا أنها تتميز بمخاطر إضافية لطبيعتها المميزة عن الأوراق المالية التقليدية، وفي نهاية هذا المبحث تمت معالجة العلاقة بين العائد والمخاطرة (المبادلة بين العوائد والمخاطر) كأساس للوصول إلى قرار الإستثمار، والتعرف على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بإعتباره من أهم النظريات التي تربط بين العائد والمخاطرة، والتطرق إلى نظرة الشريعة الإسلامية لمكونات هذا النموذج، وطرح إقتراح لمعادلة تتوافق مع أحكام الشريعة كبديل لهذا النموذج. والمبحث الثاني تناول مخاطر الصكوك الإسلامية، وذلك لتحديد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية.

أما المبحث الثالث فتناول إدارة المخاطر من حيث مفهومها وخلفيتها وتطورها والمبادئ والقواعد العامة لها ومنهجها ومحاولة تحديد الجهات المسؤول عن القيام بها في هيكل الصكوك الإسلامية.

وجاء في المبحث الرابع علاج مخاطر الصكوك الإسلامية، وفق مبادئ وطرق وإجراءات تصحيحية متوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي لعلاج مخاطر محددة (علاج نوعي) تشمل كلا من المخاطر المالية و صيغ التمويل الإسلامية والتشغيل.

وإنتهى الفصل عند مبحث آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث تم التطرق إلى مجموعة من الآليات كل آلية من شأنها علاج عدة مخاطر للصكوك، وأبرزها: الضمانات، التأمين التعاوني، التحوط، التنويع، الإحتياطيات، دراسة الجدوى، الحوكمة.

كما أن هناك آليات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية منها إدارة الجودة الشاملة ومعيار كفاية رأس المال كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية والتي تتطلب دراسة معمقة لكل آلية.

وكان من أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل، أنه رغم وجود بعض الآليات المناسبة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، لكنها تبقى غير كافية مقارنة مع حجم نمو هذه الصناعة، نتيجة ضيق سوق الأدوات المتاحة التي تستخدم للتحوط والسيطرة على المخاطر وإيجاد بديل شرعي واضح عن المشتقات المالية التقليدية، حيث أن معظم الإسهامات في هذا الإطار ما تزال حديثة ومحل جدل بين الفقهاء حول إيجاد آليات موحدة وفعالة متفق عليها من الناحية الشرعية لإدارة مخاطر الصكوك.

تمهيد الفصل:

شهد القطاع المالي السوداني خلال العقود الثلاثة الماضي، تطورات متباينة إسمت بإصلاحات هيكلية بهدف تحقيق الإستقرار المالي والإقتصادي ودفع عجلة النمو والتنمية بالبلاد، وقد مرّ بمراحل مختلفة، حيث ظل إلى غاية منتصف السبعينيات يعمل بالنظام التقليدي (البنوك التقليدية والأوراق المالية بسعر الفائدة)، وأصبح في الفترة ما بين 1977م و1998م نظاماً مزدوجاً، بوجود بنوك إسلامية وتقليدية وأوراقاً مالية تقليدية، وشهدت الفترة ما بين 1984م و1998م مرحلة تطبيق النظام الإسلامي، وأسلمة الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، وإدخال تعديلات هيكلية على تركيبة الإقتصاد السوداني، تم بموجبها إلغاء العمل بنظام سندات الخزينة باعتبارها آلية غير متطابقة مع مبادئ الإقتصاد الإسلامي، مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وكانت هناك محاولات لإنشاء سوق لتنظيم الأوراق المالية في عقد الستينيات من القرن الماضي، إلا أن قانون سوق الأوراق المالية وضع عام 1993م، بعد ما نصت عليه الإستراتيجية القومية الشاملة (1992م-2002م)، ضمن التوجهات الأساسية للإستراتيجية الإقتصادية على ضرورة مكافحة التضخم بتفعيل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، هذا وقد أجاز هذا القانون في جوان 1994م.

شهد الإقتصاد السوداني خلال النصف الأول من التسعينيات ترجعاً كبيراً وتضخم حجم الإستدانة من النظام المصرفي، وبلغت معدلات التضخم 133% في عام 1996م، كما ساءت علاقات السودان مع المؤسسات الخارجية المانحة وشح نظام المنح والقروض، مما برزت الحاجة معه إلى سعي الدولة لإبتكار الأدوات والوسائل والآليات الكفيلة بتحقيق أهداف سياسات الإقتصاد الكلي، وذلك بالإستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وإيجاد آليات مناسبة لإنقاذ السياسات المالية التي تراعي الجانب التأصيلي للمعاملات المالية الإسلامية، وإمكانية التطبيق على نطاق الإقتصاد الكلي بما يتفق مع سياسات المؤسسات الدولية المختلفة. وفي إطار تنظيم المعاملات الإسلامية والتمويل الإسلامي، تم إصدار قانون صكوك التمويل الحكومية في عام 1995م لتنظيم إصدارات الصكوك للقطاعين العام والخاص، تقع نصوصه في 25 مادة، إلا أن القطاع الخاص السوداني لم يستفد من ميزات القانون في إصدار الصكوك لتمويل مشروعاته الإستثمارية إلى حد الآن.

وخلال الفترة الممتدة ما بين 1995م و2005م تم إصدار أوراق مالية تصلح لإدارة السيولة عن طريق تداولها داخل الجهاز المصرفي والإقتصاد الوطني، وفي الوقت نفسه مستوية للمتطلبات الشرعية لإستخدامها فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، بعد بحث إستمر حوالي عاماً ونصف ويجهد مشترك بين بنك السودان المركزي والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية وخبير من صندوق النقد الدولي، وفي هذا الإطار أنشأت وزارة المالية والإقتصاد الوطني إدارة السندات الحكومية والتي عرفت فيما بعد بإدارة الصكوك الحكومية كإدارة متخصصة تقوم بإصدار الأوراق المالية المختلفة، وتساهم كذلك في توفير موارد إضافية وسد العجز في الموازنة العامة، وقد سمي الجيل الأول على الإصدارات الأولى وتشمل كلاً من شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وتمثل الشهادات في أساسها نوعاً من التصكيك لأصول بنك السودان ووزارة المالية، إلا أن هناك مخاطر من هذه الشهادات من برنامج الخصصة التي تنتهجها الدولة للتخلص من أصولها وتتمثل في تآكل قاعدة الصناديق الممثلة لشمم وشهامه، ولذلك فإن الأمر يقتضي السعي في إيجاد آليات بديلة أو مساعدة، وبالفعل تم تطوير الجيل الثاني من الآليات غير المباشرة للسياسة النقدية ومن أهمها صكوك التاجير وصكوك السلم وصكوك التنمية¹. ونحاول من خلال ما يلي، التعرف على أنواع الصكوك الحكومية في السودان والمدرجة منها في سوق الخرطوم للأوراق المالية ومخاطرها وآليات إدارتها، مع محاولة لإقتراح آليات أخرى.

¹ بالإعتماد على: وثيقة بعنوان: تطور السياسة النقدية 1990-2009م، المصدر: الموقع الإلكتروني لبنك السودان المركزي، <http://www.cbos.gov.sd/node/168>، تاريخ التحميل: 2011/12/12م. وبدر الدين قريشي مصطفى، إصدار وإدارة الصكوك الحكومية - التطور والتحديات، ورقة بحث مقدمة إلى ورشة عمل بعنوان: "الصكوك الإسلامية... تنمية وممارسات دولية"، أقامتها شركة BDO، عمان، الأردن، 6-7 شعبان 1431هـ/26 أوت 2010م، ص3.

المبحث الأول: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، وفيما يلي تعريف بأهم هذه الإصدارات.

المطلب الأول: شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)*

ظل بنك السودان يعتمد بشكل كلي على الإحتياطي القانوني لخفض أو زيادة عرض النقود، وهذه الآلية غير فاعلة بالقدر الكافي، إذ لا يمكن تغيير نسبة الإحتياطي القانوني في أوقات متقاربة في الوقت الذي يمكن إجراء عمليات السوق المفتوحة يومياً.

وعليه فقد إتضح جلياً أن بنك السودان والبنوك المركزية في الدول الإسلامية تعاني من عدم وجود ورقة مالية في السوق تتوافق مع النهج الإسلامي، بحيث تتم على أساس صيغ شرعية مثل المشاركة أو المضاربة ولا تضمن لحاملها ربحاً مسبقاً أو تضمن له عدم الخسارة وتتحقق فيها في ذات الوقت شروط العقود الشرعية وتتسم كذلك بالمرونة الكافية، بما يسمح إستخدامها في إدارة السيولة وتنظيمها وتستطيع أن تؤثر في سيولة البنوك وقدرتها على خلق النقود.

لذلك تم الإتفاق مع وزارة المالية والإقتصاد الوطني على إصدار شهادات مشاركة البنك المركزي، أو كما يصطلح عليها بشمم، وهي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية في مؤسسات مصرفية ربحية (قاعدة الشهادات)، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول، وتصدر هذه الشهادات إستناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكونة للشهادة، وتم إصدار هذه الشهادات في جوان 1998م. وفيما يلي، أهم خصائص شمم¹:

- لها قيمة إسمية محددة (Face Value) تكون مظهرة في الشهادة، وقيمة محاسبية (Faire Market Value) يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر تعكس الأرباح الحقيقية وجزءاً من الزيادة الرأسمالية في قيمة الشهادات، حيث يتم تحديد القيمة المحاسبية للبنوك المكونة للصندوق من مجموع حقوق المساهمين زائداً إعادة تقييم صافي أصول وخصوم النقد الأجنبي، وهذه القيمة المحاسبية يتم تحديدها كل شهر من التقارير التي تعدها البنوك التجارية، وقد بلغت هذه القيمة المحاسبية في 30 أبريل 1998م لمجموع البنوك 3,94 بليون دينار**، وبما أن القيمة الإسمية للشهادة تبلغ واحد مليون دينار، فقد تم إصدار 3940 شهادة، وتتأثر القيمة المحاسبية شهرياً سلباً أو إيجاباً بأي تغيرات في سعر الصرف، وكذلك في صافي أصول وخصوم النقد الأجنبي، وتضاف إلى هذه المتغيرات ما يستحق من أرباح لصالح بنك السودان أو وزارة المالية. وكذا زيادة حقوق المساهمين بزيادة رأس المال والأرباح غير الموزعة. وعليه فإن النمو في القيمة المحاسبية لمجموعة البنوك سينعكس على قيمة الشهادة عند بيعها، كما أن لهذه الشهادات سعراً للتبادل (Selling Price) يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة.

* أنظر الملحق رقم (1)، وشمم هي إختصار بأخذ الحروف الأولى لـ (شهادات مشاركة البنك المركزي).

¹ صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، ط1، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2009م، صص 15-16

** واحد (01) دولار أمريكي = 2272,5 دينار سوداني، في 31 جانفي 1999م، ومنذ جويلية 2007 تم تغيير عملة التعامل في السودان من دينار السوداني إلى الجنية السوداني، وأصبح

واحد (01) جنية سوداني = 100 دينار سوداني

- ليست لها فترة سريان محددة وهي قابلة للتداول وسهلة التسييل (no maturity, negotiable and highly liquid)
- تم تداولها في السوق الثانوية، وقبل إدراج هذه الشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية، كان البيع والشراء يتم أساساً من خلال مزادات ولكن توجد معاملات خارج المزاد، ويتم التبادل فقط بين البنوك.
- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوي الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة، وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية، وأن يزيد مجموع العروض للبنك عن 25% من جملة المزاد، ولا يسمح لبنك أن يتقدم بعرض نيابة عن بنك آخر.
- تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للبنوك التجارية وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي.
- يكون العائد على شمم في شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيع الشهادة، ولا تدفع فيها أرباح نقدية.
- تستخدم هذه الآلية من قبل البنك المركزي في التحكم في إدارة السيولة فإذا رأى أن النشاط الإقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء هذه الشهادات من مالكيها، وإذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من شهادات للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة، وبالطبع يلعب السعر الذي يعرضه البنك للشهادة دوراً هاماً في تنفيذ عمليات البيع والشراء.
- تمت تصفيتها الآن.

المطلب الثاني: شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)*

قامت وزارة المالية والإقتصاد الوطني في 1999/05/08م، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكياً ومروجاً للأوراق المالية الحكومية، وتمثل هذه الصكوك حصصاً محدودة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية لعدد من المؤسسات تشمل الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) وشركة النيل للزيوت وفندق هيليتون وشركة أرياب للتعيين والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة وشركة خطوط الأنابيب وغيرها، وتتفاوت نسبة مساهمات هذه المؤسسات في الصندوق، فشركة أرياب تمثل 31% وشركة سوداتل تمثل 28% والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة تمثل 16%، أي أن هذه الشركات الثلاث تمثل 75% من صندوق الشهادات والشركات الأخرى تمثل 25%، وتتسم هذه المؤسسات بربحياتها العالية الناتجة من الإدارة المتميزة، وهذا ما تعكسه ميزانياتها المتتالية لعدة أعوام سابقة، ويتم إصدار هذه الشهادات من قبل وزارة المالية والإقتصاد الوطني مقابل حقوق ملكيتها في تلك الشركات والهيئات والمؤسسات الراغبة نيابة عن جمهورية السودان، تتيح لحاملها المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال مجموع الشركات والمؤسسات التي تكون الصندوق والذي أصدرت مقابله الشهادات، وفي الغالب يتم تصفية هذه الصكوك بعد عام من شراء هذه الشهادات وحينها يحصل حامل الشهادة على قيمتها ونصيبه من الأرباح، كما تم إدراج هذه الشهادة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وكذا قابليتها للتداول بين الجمهور والبنوك والمؤسسات.

أولاً- الأهداف العامة لإصدارات شهادة: تتمثل الأهداف الرئيسية من وراء إصدارها، فيما يلي:

- إدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة بالتحكم في السيولة، بهدف خلق التوازن المطلوب بين السيولة النقدية والإقتصادية.
- تغطية عجز الموازنة عبر موارد نقدية حقيقية وهذا ما ساعد في تخفيض معدلات التضخم (توفير تمويل غير تضخمي للدولة).

* أنظر الملحق رقم (2)، وشهادة هي إختصار بأخذ حروف من (شهادات المشاركة الحكومية).

- تجميع المدخرات القومية وتشجيع الإستثمار عن طريق نشر الوعي الإيدخاري بين الجمهور.
 - إيجاد ورقة مالية مهيكلتة تسهم في تنشيط وتطوير رأس المال بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وإستخدامها في سوق المال العالمي الإسلامي، وهو سوق موازي لسوق المال العالمي التقليدي ولكنه يستخدم أدوات مالية إسلامية.
 - توفير فرص إستثمار حقيقية للأفراد والمؤسسات مع زيادة ثقة المستثمرين للدخول في إستثمارات مع الدولة.
 - إستكمال حلقات تأصيل النشاط الإقتصادي الإسلامي في البلاد بعد النجاح في الجانب المصرفي.
- ثانيا - مميزات شهادة المشاركة الحكومية (شهادة):** تتمثل أهم مميزات هذه الشهادة فيما يلي:
- شهادة مستوفية لكافة المتطلبات الشرعية وحصلت على فتوى بشرعيتها من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للبنوك.
 - ذات مخاطر إستثمارية متدنية حيث أنها مبنية على أصول مؤسسات إقتصادية تتميز بربحيها العالية وإدارتها المتميزة، وفي قطاعات إقتصادية مختلفة.
 - ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الإستثمار الأخرى المتاحة، حيث يتراوح معدل العائد بين 28-33%، وهي عوائد حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق.
 - قابلة للتداول في السوق الثانوية ولديها أسعار سوقية يومية، وسريعة التسييل حيث يمكن بيعها في أي لحظة في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوكالة العاملة بالسوق.
 - تقبل كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من الجهاز المصرفي، كما يمكن إستخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.
 - لها فترة سريان قصيرة تتراوح بين 6 أشهر وعام واحد.
- ثالثا - هيكلية إصدار شهادات شهامة:**
- تتمثل هيكلية الشهادة في كونها عملية تصكيك لأصول حكومية.
 - تحدد القيمة الإجمالية لصافي حقوق الملكية للمؤسسات التي ترغب الحكومة في مشاركة الجمهور لأرباحها، وتحدد بناءً على ذلك النسبة التي ترغب الدولة في طرحها على شكل شهادات.
 - تصدر بفئة واحدة متساوية Single Tranche.
 - عملية بيع مباشرة True Sale.
 - القيمة الكلية للإصدار يجب أن تتساوى مع القيمة الإسمية الإجمالية للشهادات (إستيفاء المتطلبات الشرعية)، وعليه تصدر الصكوك بسعر يبلغ 100% من القيمة الإسمية للصك.
 - تصدر الشهادة مباشرة من وزارة المالية والإقتصاد الوطني.
 - وكيل التسويق هي شركة السودان للخدمات المالية.
 - تصدر الشهادة حالياً لفترة واحدة وقابلة للتجديد لإستيفاء المتطلبات الشرعية الخاصة بعدم جواز تحديد المشاركة بزمن إلا برضى الأطراف المشاركة.
 - في النهاية يتم تقييم نتائج أعمال المؤسسات المكونة للشهادة (الأرباح التشغيلية)، وذلك بواسطة المراجع العام لجمهورية السودان وكذلك للقيمة السوقية للموجودات المكونة للشهادة (الأرباح الرأسمالية).
 - يتم تصفية الشهادة عند حلول أجلها، ويكون للمستثمر عدة خيارات، وهي :

✓ سحب كامل الإستثمار

✓ إضافة مبالغ أخرى لإستحقاقاته لشراء شهادات جديدة، وفي حالة الإضافة يجب أن يكون المبلغ المضاف للإستحقاقات مساوياً لعدد الشهادات الجديدة،

✓ لا يتم تصفية الشهادة إلا عند حلول أجلها الموضح عليها، وإذا رغب المستثمر في سحب جزء أو كل مبلغ الإكتتاب فإن ذلك يتم عن طريق تداول الشهادة، والتي تتضمن عدد الصكوك المكتتب فيها بواسطة وكلاء البيع بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وفي حالة تسهيل جزء من الشهادة من خلال تداولها بالسوق المالي، تقوم الشركة بإلغاء الشهادة الأصلية، وإصدار إشعار أو شهادة أخرى بالعدد المتبقي من الصكوك لصالح المستثمر.

✓ عند التصفية يتم إعادة الشراء بواسطة الدولة وفقاً لحق الشفعة، ومن ثم تدفع الأرباح المستحقة (التشغيلية+الرأسمالية) وأصل المبلغ لمن رغب في التصفية الكاملة والأرباح فقط لمن رغب في التجديد. -تراقب هيئة الرقابة الشرعية عملية إحتساب الأرباح التشغيلية والرأسمالية للشهادة عند التصفية، وتصر على دفع كامل الأرباح لحملة الصكوك. -مضمونة بواسطة بنك السودان المركزي في حال عجز وزارة المالية عن الوفاء بالتزاماتها في تواريخها المحددة.

-تلتزم وزارة المالية بعدم التصرف في مكون الشركة* طيلة فترة عمر الصندوق.

رابعا- آلية عمل شهادات شهامة: وفق نشرة إصدار شهادات شهامة تتألف هذه الآلية من ثلاثة أطراف رئيسية وهي: المستثمرون وهم حملة الصكوك.

✓ الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وتتمثل هنا في شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وهي التي تقوم بدور الوكيل عن وزارة المالية في مجال إصدارات الصكوك. ✓ وزارة المالية وهي جهة الإصدار (المنشئ) والمالكة لمكون الشراكة.

وتتم العملية كما يلي:

أ/ تتبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة) بتقديم المشورة المالية وتمكين المستثمرين من الإطلاع على المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة.

ب/ تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن الوزارة ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك (شهادات شهامة)، بعمولة قدرها 2% يتم تحصيلها من الوزارة.

ج/ يمثل الصك بعد إستثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.

د/ يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.

هـ/ لا يجوز للمستثمر سحب رأسماله أو أي جزء من قبل تاريخ الإستحقاق ولكن له حق تداوله في السوق¹.

* مكون الشركة: يقصد به الشركات والمؤسسات والوحدات المملوكة لوزارة المالية والتي تقوم الوزارة بوضع أصولها في وعاء مالي (صندوق) وتصدر مقابله الصكوك التي يتم طرحها للمستثمرين

¹ بالإعتماد على: بدر الدين قريشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مجلة المصري، العدد 49، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بنك السودان المركزي، سبتمبر 2008م، ص5. و ما ورد حول شهادة المشاركة الحكومية (شهامة) في موقع شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، على الرابط: <http://www.shahama-sd.com/shahama.htm>، تاريخ الإطلاع: 2011/12/15م. ونموذج نشرة إصدار شهادات شهامة، دع، دت.

خامساً- مقارنة بين شمم وشهامة : رغم ان شهامة وشمم يتشابهان كثيراً بإعتبار أن كل منهما مستمد من صيغة المشاركة مع بنك السودان المركزي ووزارة المالية في أرباح المؤسسات التي يساهمان فيها، إلا أن هناك بعض الإختلافات في الأهداف¹.

جدول رقم (3، 1): يوضح المقارنة بين شهادات مشاركة البنك المركزي شمم و شهامة المشاركة الحكومية (شهامة)

شهادة	شمم	الغرض أو الهدف
تهدف لتوفير التمويل للحكومة	تهدف إلى التحكم في السيولة عند المصارف	
الجمهور عموماً بما فيه المصارف	المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة	السوق المستهدف
أسهم الحكومة في بعض المؤسسات المالية والخدمية الناجحة والرابحة .	أسهم الحكومة وبنك السودان في مختلف المصارف	التكوين
لها أجل محدد مما يسهل من عملية تمويل الحكومة حتى لفترات قصيرة .	ليس لها أجل محدد مما يمكن من تداولها في الأسواق الثانوية	الأجل
ليس هناك التزام من بنك السودان بإعادة الشراء عند الطلب .	بنك السودان مستعد لشرائها عند الطلب في أي وقت	درجة السيولة
لقد تمت تجزئتها لفترات مختلفة خلال العام	لقد تمت تصفيتها تماماً في نوفمبر 2004م	الموقف

المصدر: صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، مرجع سابق، ص55

المطلب الثالث: شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب)*

تم إصدار هذه الشهادة (شهاب) في 30 أوت 2005م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، وشهاب أو شهادات البنك المركزي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول (المباني) المملوكة لبنك السودان المركزي، تستند على عقود الإجارة، وإعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات من خلال عملية بيع (المبنى بنك السودان) في شكل صكوك للجهاز المصرفي ثم إعادة إستجارها (بواسطة البنك المركزي) مقابل أجرة محددة 1%، وتمثل شهادات شهاب نوعاً من الصناديق المفتوحة (غير محددة العمر ورأس المال)، وهي قابلة للتداول بين البنوك ومع البنك المركزي فقط (ليس للجمهور)، ويلاحظ أنها غير مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

أولاً- الأهداف من إصدارات شهاب: تتمثل الأهداف الأساسية من وراء إصدار شهاب، فيما يلي:

-إدارة السيولة في الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة (**OMO).

-تغطية جزء من العجز في الموازنة من موارد نقدية حقيقية.

-تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.

¹ صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، مرجع سابق، ص 55

* أنظر الملحق رقم (3). وشهاب هي اختصار بأخذ حروف من (شهادات إجارة البنك المركزي).

-إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول التي تملكها الدولة.

ثانياً - خصائصها: من أهم خصائصها، ما يلي:

- العلاقة بين المستثمرين والشركة (شركة السودان للخدمات المالية المحددة) تقوم على أساس عقد الوكالة، كما أن العلاقة بين الشركة (الوكيل) وبنك السودان المركزي تبنى على أساس شراء الأصل وتأجيله له (إجارة العين لمن باعها).

- تتمثل مستحقات حامل الصك في: الأجرة الشهرية، وقيمة الصك في السوق، حيث يوزع العائد من الإيجار على النحو التالي: 95% لحملة الصكوك، و5% للشركة (الوكيل).

- تعتمد الأرباح على عائد الإجارة الفعلي ومؤشرات دراسة الجدوى التي تشير إلى أن العائد المتوقع للإجارة يتراوح بين 10%-12% سنوياً.

- يدفع نصيب المستثمرين من عائد الإجارة شهرياً ويحسب ذلك العائد من تاريخ إجارة الأصل.

- تصدر الصكوك بسعر إصدار 100% من القيمة الإسمية للصك.

- تصدر الصكوك بفترة (100 ألف دينار) كحد أدنى للصك وبمضاعفاته.

- الصندوق الذي تصدر بموجبه الصكوك ليس له نهاية محددة (مفتوح).

- يتم دفع قيمة الصكوك عن طريق:

أ- على المستثمرين إرفاق قيمة الصكوك مع طلبات الإكتتاب.

ب- يمكن سداد الصكوك بالدفع نقداً عن طريق الشيكات المصرفية والمعتمدة وبالتحويل بخصم القيمة من الحسابات البنكية.

لا تقوم الشركة بإخراج زكاة هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم عن هذه الصكوك بأنفسهم. يتم إدراج الصكوك في السوق بعد شراء الأصل لصالح المستثمرين بغرض تداولها في السوق وفقاً لآلية العرض والطلب.

هذه الصكوك قابلة للتداول والتحويل كلياً أو جزئياً، ويتم بيع الصكوك وتحويلها بواسطة إستمارة التحويل المعدة لهذا الغرض.

يكون الإكتتاب في هذه الصكوك حصراً على المصارف، الصناديق والمؤسسات المالية التابعة للقطاع العام. يعمل بنك السودان المركزي عن طريق شركة السودان للخدمات المالية كسوق ثانوي لهذه الشهادات (الشراء والإسترداد).

تمثل نقلة جديدة في هيكلية الصكوك في السودان.

بموجب الفتوى الصادرة من الهيئة في يوم الثلاثاء 10 ربيع الأول 1426 هـ الموافق لـ 19/04/2005م، والمؤيدة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية، وبعد مراجعتها وتعديلها النهائي بتاريخ 29 جمادى الأولى 1426 هـ الموافق لـ 06/07/2005م، فقد تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمر.

يخضع إصدار هذه الصكوك وجميع المستندات المتعلقة بها للقوانين السارية بحكومة السودان واللوائح التي يتم بموجبها إصدار هذه الصكوك.

ثالثاً - آلية إصدار شهادات شهاب: تقوم العلاقة التعاقدية بين الأطراف الآتية:

أ. المستثمرون (حملة شهادات شهاب)

- ب. شركة السودان للخدمات المالية (تمثل الشركة ذات الغرض الخاص SPV)، والتي تقوم بإصدار شهادات صكوك الإجارة بقيمة أصول المحفظة وتشتري بموجبها الأصل من الدولة، وتؤول ملكية الأصل لحملة شهادات شهاب (المستثمرين).
- ج. البنك (بنك السودان المركزي) وهو البائع لمحفظة الأصول ومستأجر الأصول من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري (دوري)، وبموجب عقد الإجارة تتكيف العلاقة بين حملة شهادات شهاب والشركة ذات الغرض الخاص SPV (شركة السودان للخدمات المالية) على أساس عقد الوكالة، وبين الوكيل والبنك على أساس شراء الأصل وتأجييره له إجارة العين لمن باعها، وقد أجازتها الهيئة العليا للرقابة الشرعية.
- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب من خلال نشرة إصدار شهادات شهامة في محفظة الأصول بغرض شراء أصول البنك الموضحة وفق مرفقات توضح ممتلكات البنك بقيم محددة، وتتمثل إجراءات تقديم الطلب فيما يلي:
- أ - تعد الشركة SPV إستمارة تقديم الطلبات ونشرة الإصدار وتوفرها للجمهور، يمكن الحصول عليها من الشركة.
- ب - تقديم إستمارة الطلبات بعد ملئها إلى الشركة.
- ج - يتم تسليم الطلبات خلال الفترة المحددة للاكتتاب.
- د - يمكن تسليم الطلبات بواسطة مقدم الطلب مباشرة أو عن طريق البريد.
- هـ - تقوم الشركة بإستبعاد الطلبات التي لا تتماشى وشروط الإصدار مثل الطلبات الناقصة أو غير الموقعة أو غير المصحوبة بتفويض الدفع...إلخ.
- و - في حالة التقدم بطلبات الصكوك نيابة عن المستثمرين يجب توضيح ذلك بالطلب وإبراز المستند المخول لذلك.
- ز - لا يجوز تقديم طلبات مشتركة لأكثر من جهة.
- وبعد الإنتهاء من إجراءات تقديم الطلبات وقبلها تصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة إستثماره، وفي حالة الإكتتاب بمبلغ أقل من قيمة الإصدار يعتبر البنك المركزي تلقائياً شريكاً بالنسبة غير المكتتب بها، أما في حالة طلب الإكتتاب بمبلغ أكبر من القيمة المحددة تقوم الشركة بالتنسيق مع البنك بإبقاء الإصدار على حاله، وإرجاع المبالغ الإضافية مع تخصيص توزيع الصكوك على المكتتبين بنسب طلبات الإكتتاب، على أن يتم إسترداد المبالغ الإضافية لمقدمي الطلبات خلال فترة لا تتجاوز أسبوعين من تاريخ تخصيص الصكوك.
- وعلى هذا الأساس تُكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة (SPV) بصفتها الوكيل، ثم تقوم الشركة (SPV) بإستثمار أموال الصندوق بصفتها وكيلاً عن المستثمرين لشراء أصول البنك وتأجييرها له، يمثل الصك بعد إستثماره موجودات قائمة وحقيقية هي أصول المحفظة المملوكة للصندوق ويمكن لحملة الصكوك تداول صكوكهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية أو بيعها في سوق ما بين البنوك.
- عند نهاية فترة الإجارة يقوم المستثمرون ببيع الصكوك (التي تمثل الأصل) للدولة أو أي جهة أخرى لشرائها بسعر السوق، ويتمثل العائد على الصكوك في عائد الإجارة الدوري زائد الأرباح الرأسمالية (إن وجدت)¹.

¹ بالإعتماد على ما ورد حول شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) في موقع شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، على الرابط: http://www.shahama-sd.com/ejara_shehab.htm

تاريخ الإطلاع: 2011/12/15م، وبدر الدين قريشي مصطفى، التحرية السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص6. وصابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، مرجع سابق، ص ص 18-19

المطلب الرابع: صكوك الإستثمار الحكومية (صرح)*

على الرغم من النجاح الكبير الذي حققته شهادات شهامة، إلا أنه بات واضحاً وفي ظل التكلفة العالية لإستدانة الدولة عبر هذه الشهادات وخصوصة معظم الأصول الحكومية أن هناك حاجة إلى إستنباط وإستحداث أوراق مالية جديدة تتوفر فيها شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة وتنوع الفئات والأجال لتلبية متطلبات كافة المستثمرين، وتتناسب مع مواردها. ولذلك جاء إستنباط ما يعرف بالجيل الثاني للأوراق المالية والمتمثل في صكوك التنمية وصكوك الإستثمار الحكومية والتي بدأ العمل بها في عام 2003م.

صرح أو صكوك الإستثمار الحكومية، عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، تصدرها وزارة المالية والإقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها أول مرة في ماي 2003م.

أولاً- الأهداف: تحقق صكوك الإستثمار الحكومية أهدافاً عديدة، أهمها يتمثل فيما يلي:

- تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الإستثمار.
- إدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية
- توظيف المدخرات في التمويل الحكومي على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- تقليل الآثار التضخمية، وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة على شكل سلع وخدمات.
- تنويع وزيادة في أنواع الصكوك الإسلامية عن طريق إتباع صيغ التمويل الإسلامية.

ثانياً- خصائص صرح: أهم مميزات وسمات صرح، تتمثل فيما يلي:

- يمثل الصك بعد إستثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من العقود (الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم).
- العلاقة بين المستثمرين (حملة صكوك صرح) والشركة (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة) تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعي، والعلاقة بين الوزارة (وزارة المالية والإقتصاد الوطني) والمضارب (الشركة) على أساس أي من صيغ التمويل الإسلامية مع عرض هيكل الإصدار على هيئة الرقابة الشرعية للشركة.
- هناك حجم محدد لكل إصدار بحيث يتم تجزئته إلى صكوك.
- لكل إصدار عمر محدد، يبدأ من تاريخ قفل الإكتتاب ويسترد المستثمر قيمتها في نهاية الفترة المحددة يتراوح ما بين عامين إلى 6 أعوام.
- تصدر الصكوك بفترة (100 جنيه سوداني*) كحد أدنى للصك وبمضاعفاته.
- تصدر الصكوك بسعر يبلغ 100% من القيمة الإسمية للصك.
- يحدد الربح على إستثمارات الصندوق بمجموع عوائد العقود الإستثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب (الشركة) بنسبة 8%.

* أنظر الملحق رقم (4)، وصرح هي إختصار بأخذ حروف من (صكوك الإستثمار الحكومية).

** واحد (01) دولار أمريكي = 260,91 دينار سوداني بتاريخ 2003/05/31م

- تعتمد الأرباح على الناتج الفعلي لمحتويات الصندوق الذي تشير دراسة الجدوى فيه إلى الربح المتوقع في حدود 15%-17% في العام، إلا أنه يدفع فعلياً نسبة ثابتة من الأرباح لحملة صكوك صرح تقدر بـ 3.68% كل ثلاثة أشهر أو 7.36 كل ستة أشهر.
 - تدفع الأرباح الدورية كل ثلاثة أو ستة أشهر، ويحسب العائد إعتباراً من نهاية الإكتتاب .
 - يتم إدراج صكوك صرح في سوق الخرطوم للأوراق المالية بعد تحويل غالب موجودات الصندوق إلى أصول عينية بغرض تداولها في السوق وفقاً لآلية العرض والطلب.
 - عند إنتهاء فترة الصكوك يتم إستردادها بقيمتها بالجنيه حسب التتضيض الحقيقي لأصولها عند تاريخ الإستحقاق.
 - يتم دفع قيمة الصكوك عن طريق:
 - أ- على المستثمر إرفاق قيمة الصكوك مع طلبات الإكتتاب.
 - ب- يفضل دفع قيمة الصكوك عن طريق الشيكات البنكية أو المعتمدة أو بالتحويل بخصم القيمة من الحسابات البنكية.
 - ج- بالنسبة للمكتتبين غير المقيمين بالداخل تقبل طلباتهم بالجنيه بعد قيامهم بتحويل العملات الأجنبية عبر البنوك التجارية العاملة بالبلاد، على أن يتحمل مقدم الطلب جميع رسوم الخدمات المصرفية الخاصة بالتحويل.
 - هذه الصكوك قابلة للتداول والتحويل كلياً أو جزئياً ويتم بيع الصكوك وتحويلها بواسطة إستمارة التحويل المعدة لهذا الغرض.
 - لا يجوز تداول الصكوك خلال الأسبوعين الآخرين من إنتهاء أجل الإصدار (التصفية).
 - لا تقوم الشركة بإخراج زكاة هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم عن هذه الصكوك بأنفسهم.
 - يجوز لجميع الأفراد والشركات والمؤسسات المالية المقيمة وغير المقيمة الإكتتاب في هذه الصكوك.
 - يحمل كل صك من صرح قيمة مالية إسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيباً من إستثمارات الصندوق.
 - تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في إجتماع الهيئة بتاريخ 6 محرم 1429هـ الموافق لـ 14 جانفي 2008م، كما ان الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمر.
- ثالثاً- آلية عمل الصكوك (صرح):** تقوم آلية الصكوك على ثلاثة أطراف:
- أ- حملة صكوك صرح (أرباب المال)
 - ب- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب)
 - ج- وزارة المالية والإقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل)
- تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعية، وبين الوزارة والمضارب على أساس أي من صيغ التمويل الإسلامية وبشرط عرض الصيغ المختارة على الهيئة، حيث تقوم آلية عمل صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) في حالة عقد الإجارة كما يلي:
- ✓ تقوم وزارة المالية والإقتصاد الوطني ببيع محفظة الأصول المراد تصكيكها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (شركة السودان للخدمات المالية) بموجب عقد شراء الأصول.
 - ✓ تتم إجارة الأصول لوزارة المالية بموجب عقد الإجارة.

أما آلية عمل صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) في حالة عقد الإستصناع فتكون العلاقة بين وزارة المالية وشركة السودان للخدمات المالية مبنية على عقد الإستصناع الموازي لعقد مقاوله، الضمانات تقدم من طالب التمويل وزارة المالية لضمان بنك السودان المركزي لسداد قيمة الأصل والأرباح.

أما آلية عمل صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) في حالة عقد المرابحة فتكون العلاقة بين وزارة المالية والشركة مبنية على أساس عقد المرابحة.

وفي الحالة العامة فإن آلية عمل صكوك صرح، تكون كمايلي:

أ - تدعو الشركة المستثمرين للإكتتاب في الصندوق لأجل معينة وقيم محددة للصكوك، وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة إستثماره.

ب- يتم الإستثمار في الصندوق على أساس المضاربة المقيدة، ويخضع لجميع ضوابطها الشرعية بحيث يكون التعامل مع الحكومة فقط.

ج- تنشئ شركة السودان للخدمات المالية الصندوق ويوضع تحت إدارتها بصفتها المضارب (مدير).

د- لا يجوز لرب المال (حملة صكوك صرح)، سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق وله حق تداوله في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

هـ- تلتزم الشركة بأن تكون الغلبة في موجودات الصندوق للأعيان.

و- يتحدد صافي الأرباح بين المضارب ورب المال (حامل صك صرح) بنسبة 92% للحامل و 8% للمضارب.

ي- عند انتهاء فترة الصكوك يتم استردادها بقيمتها بالجنيه حسب التتضيض الحقيقي لأصولها عند تاريخ الاستحقاق¹.

المطلب الخامس: شهادات صندوق الإستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية (شموخ)*

شموخ أو شهادات صندوق الإستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية محددة، وتم إصدار هذه الشهادات في أبريل 2009م، و كان الهدف الأساسي من وراء إصدار شموخ، هو تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد بالنقد الأجنبي وإيجاد فرص إستثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات، ويتحقق ذلك بإصدار شهادات إستثمارية وعرضها للمستثمرين، ويلاحظ أنها لم تدرج بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومن أهم خصائصها، ما يلي:

- العلاقة بين حملة الشهادات الإستثمارية وشركة السودان للخدمات المالية، تقوم على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

- قيمة الإصدار 100 مليون دولار أمريكي كحد أقصى مجزأ إلى 100.000 صك.

- يلتزم بنك السودان المركزي بالتزاماته الناشئة عن إصدار هذه الشهادات، وضمان سدادها في تواريخ استحقاقها، وبناءً على ذلك تفوض المصارف بنك السودان تفويضاً غير مشروط، وغير قابل للنقص بخضم الاستحقاقات في تواريخها من حساباتها لدى بنك السودان المركزي.

- يتم توزيع صافي الأرباح على النحو التالي:

أ - 95% لرب المال (حملة صكوك شموخ).

¹ بالإعتماد على: بدر الدين قريشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5-6. ونشرة إصدار صكوك الإستثمار الحكومية، الإصدار الرابع عشر، جانفي 2009م. وصابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، مرجع سابق، ص ص 20-21

* شموخ هي إختصار بأخذ حروف من (شهادات صندوق الإستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية)، وتم إعادة ترتيبها وإستبدال حرف "ج" ب "خ"، حتى يكون للمختصر (شموخ) معنى.

ب -5% للمضارب (الشركة)

-تعتمد الأرباح على الناتج الفعلي لاستثمارات الصندوق، وبناءً على دراسة الجدوى تشير إلى أن العائد المتوقع يتراوح بين 5%-7% سنوياً .

- تصدر الشهادة بفترة (ألف دولار) كحد أدنى للشهادة وبمضاعفاته .

- أجل الإصدار لمدة عام من تاريخ قفل باب الإكتتاب وقابل للتجديد.

- يتم دفع قيمة الشهادات الإستثمارية عن طريق:

أ - على المستثمرين إرفاق قيمة الشهادات مع طلبات الإكتتاب.

ب- يمكن سداد الشهادات بالدفع نقداً أو عن طريق الشيكات البنكية أو المعتمدة أو بالتحويل بخصم القيمة من

الحسابات البنكية أو حسابات المراسلين الخارجيين.

- لا تقوم الشركة بإخراج زكاة هذه الشهادات وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم عن هذه الشهادات بأنفسهم.

- يكون الإكتتاب في هذه الشهادات للمستثمرين المقيمين وغير المقيمين بالسودان¹.

إلا أن شهادات شموخ لم تلق قبلاً مثل الإصدارات الحكومية بالعملة المحلية، ومنهم من يرجع السبب إلى ارتفاع

مخاطرها وانخفاض العوائد².

بالإضافة إلى تلك الأنواع من الصكوك الإستثمارية الإسلامية الحكومية السودانية، هناك نوع آخر يطلق عليها شهادات

إجارة مصفاة الخرطوم للبترو (شامة) *، عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض حشد موارد

المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء أصول مصفاة الخرطوم وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية سنوية تتراوح ما بين (12%-14%)³، تم إصدارها في 2010/10/27م وإدراجها بسوق الخرطوم

للأوراق المالية في ديسمبر 2010م، إلا أنه لا توجد معلومات كافية عنها، كمنشرة الإصدار مثلاً.

كما توجد إصدارات أخرى للصكوك الحكومية السودانية بالخارج (بمركز إدارة السيولة بالبحرين)، تتمثل في إصدارين

إثنين، واحد منهم بصيغة السلم بحجم 100 مليون يورو بضمان بنك السودان المركزي، وإصدار آخر بصيغة المشاركة

بحجم 130 مليون دولار أمريكي، وبعائد سنوي يمثل 9,89% ولمدة 7 سنوات تم طرحه في سبتمبر 2007م، من أجل تمويل

إقامة مصنع إسمنت في منطقة بربر لإنتاج الإسمنت البورتلاني⁴، وبشكل عام تبقى إصدارات السودان الخارجية وبالعملة

الأجنبية قليلة جداً، كما لا توجد معلومات كافية عنها.

المطلب السادس: التجربة السودانية في مجال إصدار الصكوك الإجتماعية:

أجاز قانون صكوك التمويل لسنة 1995م للحكومة الاتحادية وحكومة الولايات في السودان إصدار الصكوك الإجتماعية،

وحدد أنواعها (الخيرية والتبرع والقرض) لتمويل مشروعات التنمية الإجتماعية، إلا أنه لا توجد إصدارات فعلية تمت في هذا

الحقل بموجب هذا القانون.

نحاول من خلال ما يلي التعرف على هذه الأنواع حسب ما ورد في قانون صكوك التمويل لسنة 1995م.

¹ صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، مرجع سابق، ص ص 19-20

² نقلا عن: فتح الرحمن علي محمد صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى ورشة عمل بعنوان: "الصكوك الإسلامية... تنمية وممارسات دولية"، أقامتها شركة BDO، عمان، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431هـ/26 أوت 2010م، ص31.

* شامة هي إختصار بأخذ حروف من (شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترو).

³ التقرير السنوي الخمسون، بنك السودان المركزي، 2010م، ص36.

⁴ بالإعتماد على الموقع الإلكتروني لمركز إدارة السيولة بالبحرين على الرابط: <http://www.lmcbahrain.com/global-table.asp>، تاريخ الزيارة 2010/03/03م

أولاً- صكوك القرض: حسب قانون صكوك التمويل لسنة 1995م، فقد جاء هذا النوع من الصكوك الإجتماعية تحت الفرع الثالث بعنوان صكوك القرض، وتضمن ما يلي:

- يجوز للحكومة الإتحادية وحكومات الولايات أن تصدر صكوك قرض تطرح على الجمهور بما في ذلك الصناديق الخيرية ومؤسسات الإستثمار للإكتتاب العام على تحديد نشرة الإصدار دواعي هذا الإصدار.
- تطرح صكوك القرض لتمويل مشروعات الدولة بصفة عامة.
- يجب على الجهة المصدرة أن تحدد تاريخ إسترداد القرض بمثله وفي وقته.
- قابلية صكوك القرض للتحويل إلى أسهم: أجاز قانون صكوك التمويل 1995م في المادة 12 البند رقم (3) إصدار صكوك القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، على أن تحدد نشرة الإصدار جميع القواعد والشروط الخاصة بإصدار هذه الصكوك وكيفية تحويلها.
- يتم تحويل الصكوك إلى أسهم بناءً على رغبة مالك الصك، على أن يبدي رغبته في ذلك خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار المذكورة في قانون صكوك التمويل 1995م في البند رقم واحد (01) - سيتم معالجة هذا القانون لاحقاً-، وإلا فقد حقه في التحويل بعد نهاية تلك المدة.
- تدفع زكاة صكوك القرض مرة واحدة عند الإسترداد.

ثانياً- الصكوك الخيرية: ذكر هذا النوع في المادة 15 من الفرع الرابع من قانون صكوك التمويل لسنة 1995م، بعنوان الصكوك الخيرية، وجاء فيها ما يلي:

- يجوز للجهات المذكورة وهي نفسها الجهات التي يجوز لها إصدار صكوك القرض وبموافقة وزير المالية، أن تطرح صكوكاً خيرية بموجب نشرة إصدار متضمنة، حسبما يقتضي الحال، المعلومات المنصوص عليها في المادة 17*.
- من قانون صكوك التمويل 1995م، بالإضافة إلى أي متطلبات أخرى تحددها اللوائح.
- يتم طرح الصكوك الخيرية لتمويل مشروعات الدولة.
- يخصم ما يقل عن 50% من قيمة الصكوك الخيرية من دخل المتبرع الخاضع للضريبة¹.

على الرغم من إصدار قانون صكوك التمويل لسنة 1995، وتضمنه للصكوك الإجتماعية (الخيرية والتبرع والقرض) لتمويل المشاريع التنموية الإجتماعية، إلا أنه لا توجد إصدارات فعلية تمت في هذا الحقل بموجب قانون صكوك التمويل 1995م، ولكن توجد بعض المحاولات حالياً لإصدار صكوك قرض وفق الملامح التالية:

✓ المقرض: الجمهور من الأفراد والمؤسسات.

✓ المقترض: "المؤسسة الإجتماعية".

ويتم تنفيذ هذه العلاقة من خلال قيام (المؤسسة الإجتماعية) بتوكيل (شركة إستثمار) لتسلم الأموال من الجمهور وفق

صيغة القرض الحسن، وبالتالي يصبح:

- الموكل: المؤسسة الإجتماعية، الوكيل: شركة الإستثمار ويتقاضى أجراً عن هذه الوكالة بموجب عقد الإتفاق المبرم بينه وبين " المؤسسة الإجتماعية".

*وفق المادة 17 من قانون صكوك التمويل 1995م يتم طرح صكوك التمويل بواسطة الجهة المصدرة بموجب نشرة إصدار ويجب أن تشمل هذه النشرة إلى جانب أي متطلبات أخرى حسبما تحدده اللوائح المعلومات الآتية: القيمة الاسمية للإصدار، وصفاً وافياً للمشروع الذي تستخدم فيه حصيلة الإصدار، بيان الجدوى الاقتصادية أو الاجتماعية أو الدافع أو المصلحة من وراء إنشاء المشروع أو تطويره بحسب الحال، مواعيد فتح باب الاكتتاب العام وقفله، فئة الصكوك وقابليتها للتجزئة، أسماء المديرين والمغطين وكلاء البيع (إن وجدوا)، اسم الشخص المفوض الذي يرعى مصالح أصحاب الصكوك وكلاء الدفع، نسبة توزيع الأرباح بالنسبة لصكوك المضاربة وصكوك الاستثمار الأخرى، أية معلومات أخرى ترى اللجنة ضرورة إضافتها لطمأنة المستثمر وحفظ حقوقه.

¹ بالإعتماد على ما ورد في المادة: 12، 13، 14، 15 من قانون صكوك التمويل 1995م.

- بالنسبة لموارد صكوك القرض واستخداماتها: تتمثل موارد الصكوك في قيمتها التي يتم الإكتتاب بها بواسطة الجمهور من الأفراد والمؤسسات، أما الاستخدامات، فتتمثل حصرياً في الآتي:
- ✓ الأوراق المالية الجيدة المدرجة بالسوق المالية، تكون في شكل محفظة يذهب عائدها فقط للمؤسسة الإجتماعية (التوزيعات) بالإضافة إلى الربح (النمو الرأسمالي) المتحقق خلال فترة الإستثمار.
 - ✓ التمويل بصيغة القرض الحسن للمؤسسة الإجتماعية، حيث يمنح التمويل مساوي أو مقارب لحجم مساهمتها، لترد مثله وذلك لأغراض كفاية الضمانات وتقليل مخاطر النكول، مثلاً لثلاث سنوات وذلك لتمويل أنشطتها التنموية¹.

من خلال النظرة السريعة على أهم أنواع الصكوك الإسلامية المتعامل بها في السودان ، تجدر الإشارة إلى نقطة مهمة، أن التجربة السودانية في مجال إصدارات الصكوك الإسلامية تتميز بمحدودية المنتجات، أي إقتصارها على الإصدارات الحكومية فقط، ولم يستفيد القطاع الخاص السوداني من ميزات قانون صكوك التمويل 1995م لتمويل مشروعاته الإستثمارية، كما أن كل إصداراتها محلية تقريبا، بالرغم أن التجربة منذ عام 1995م.

المبحث الثاني: دراسة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)

نحاول من خلال هذا المبحث، التعرف على الصكوك الحكومية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، بإعطاء أولاً لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية، ثم التعرف على نشاط الصكوك الحكومية السودانية في السوق خلال الفترة 2005-2010م.

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية العام 2010م ربيع السادس عشر، حيث شهدت مسيرته مراحل عدة وانتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني، ونحاول من خلال ما يلي التطرق إلى نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية بذكر لأهم المراحل التي مر بها وبنية هيكله التنظيمي، وأهدافه ورسالته والرؤية المستقبلية له ومتطلبات الإدراج فيه.

أولاً- نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق لأهم مراحل نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية والتطورات التي مر بها من خلال مسيرته منذ إنشائه، وذلك وفق الآتي:

- 1- الفترة من 1962 إلى 1994م: بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962م، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية والإقتصاد الوطني وبنك السودان المركزي بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية * IFC التابعة للبنك الدولي.
- تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982م، لينظم إنشاء السوق المالية في السودان، ولكن لم ينجز أي شيء في هذا المجال.

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 16-18.

بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق لأوراق المالية في بداية التسعينيات إبان تطبيق سياسات التحرير الإقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي لإنقاذ الإقتصاد (1990-1993م)، حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية في عام 1992م، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م ولكن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية، إلى أن صدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية لعام 1994م.

2- بداية العمل بالسوق الأولية والسوق الثانوية وتطورها: بدأت السوق الأولية نشاطها في أكتوبر من العام 1994م، ثم التعامل في السوق الثانوية (بيع وشراء للأوراق المالية المدرجة) في مطلع العام 1995م بعدد 34 شركة مدرجة. فيما يلي عرض مختصر لأهم التطورات العامة التي مرت بها سوق الخرطوم للأوراق المالية:

- في العام 1996م إرتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 24 شركة إلى 40 شركة.
- في العام 1997 حصلت زيادة محسوسة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، وهي القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي.
- في أكتوبر من العام 1997م، تم تأسيس بنك الإستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث مارس نشاطه في جويلية من العام 1998م.
- في العام 1999م، تم تقسيم السوق الثانوية إلى سوقين أولهما نظامي والآخر موازي، ومن بعد تم تصنيف الشركات المدرجة وفقاً لإستيفائها لشروط الإدراج الخاصة بأي من السوقين ليصبح عدد الشركات المدرجة بالسوق النظامي 21 شركة والموازي 22 شركة زائداً صندوقاً للإستثمار أصدر بواسطة بنك الإستثمار المالي.
- في العام 1999م، بدأ العمل بنظام السوق الموازية، وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لإستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي.
- شهد العام 2001م، بداية إصدار العديد من صناديق الإستثمار بواسطة بنك الإستثمار المالي وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) بواسطة الدولة.

- في العام 2002م، حدث توسع نوعي في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية.
- في أكتوبر من العام 2003م، تم إعلان مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، وإدراج السوق ضمن بيانات صندوق النقد العربي، كما تم أيضاً إدراج سهم شركة (سوداتل) للإتصالات تقاطعياً في سوق أبو ظبي للأوراق.
- في العام 2004م بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق حيث وصل إلى 447.7 مليون جنيه.

3- معالم من التطور النوعي لسوق الخرطوم للأوراق المالية: في إطار تحقيق أهدافه الواردة في قانونه، قامت إدارة السوق بتوسيع علاقاتها مع المؤسسات النظرية الإقليمية والعربية، وقد تمثلت هذه الجهود وما صاحبها من أداء في الآتي:

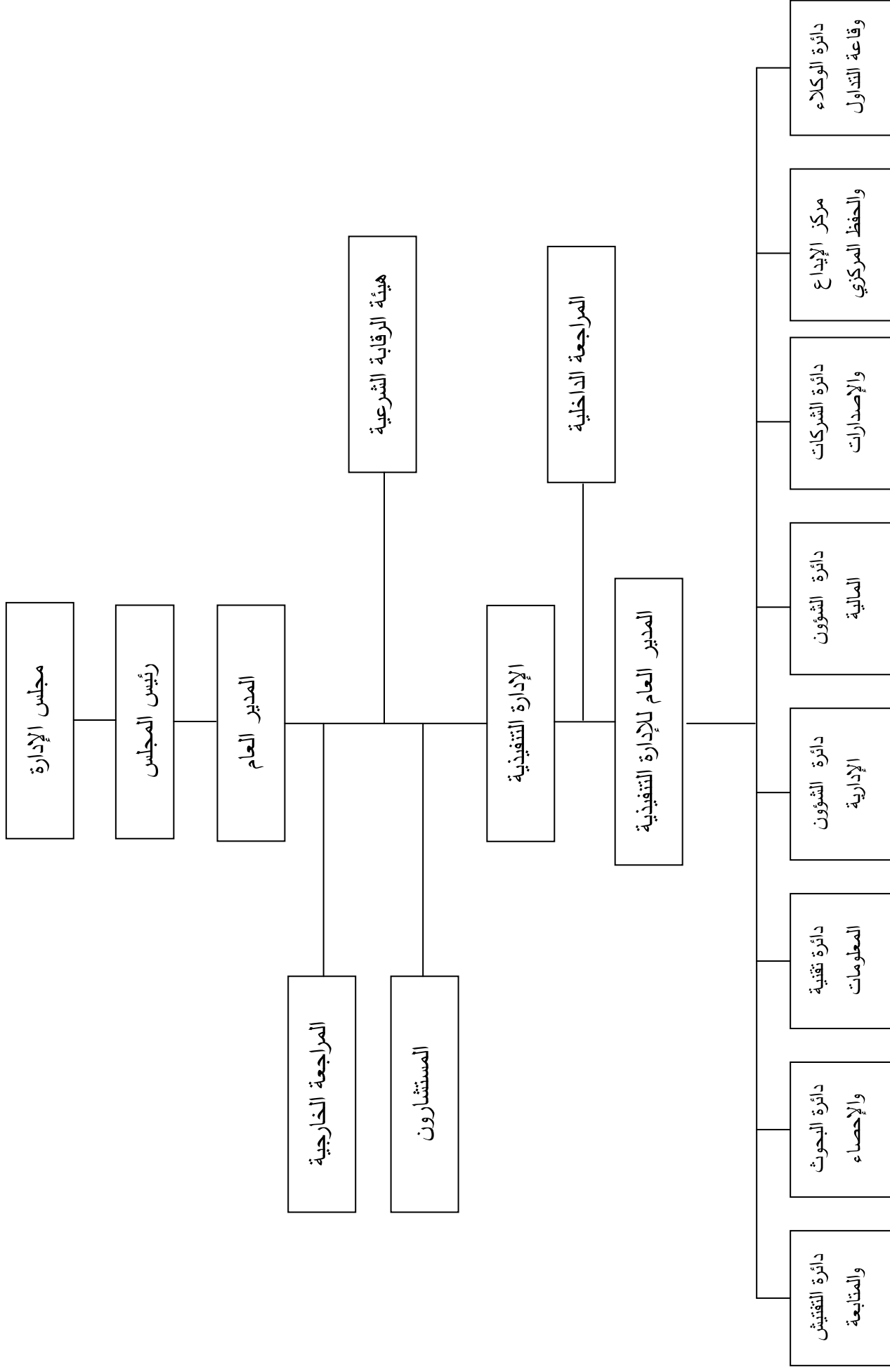
- تم توقيع اتفاقية تعاون مشتركة بين سوق الخرطوم للأوراق ويورصتي القاهرة والإسكندرية.
- حدث في العام 2005م إرتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1,21 مليار جنيه صاحبه إرتفاع كبير في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97,3% فضلاً عن إرتفاع القيمة السوقية إلى 7,47 مليار جنيه.
- وفقاً لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي في العام 2005م، إحتل سوق الخرطوم للأوراق المالية المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50,8% .

- حدث في العام 2006م، ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث وصل حجم التداول إلى 2,06 مليار جنيهه بنسبة نمو بلغت (70%) عن العام 2005م، نتيجة التداول الكبير في الشهادات والصكوك الحكومية والأسهم المدرجة.
 - في العام 2007م تم إنضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية مما فتح أفقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما شهد نفس العام بداية العمل في مركز الإيداع والحفظ المركزي، والذي يمثل نقلة نوعية مهمة في مسيرة سوق الخرطوم للأسواق المالية، وبالأخص من حيث التداول وسهولة التعامل في أرصدة الأوراق المالية المدرجة.
 - شهد العام 2008م ارتفاعاً ملحوظاً في حجم التداول، كما إكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني.
 - سجل سوق الخرطوم في العام 2009م، أعلى معدل تداول له منذ إنشائه، حيث ارتفع حجم التداول إلى 2,2مليار جنيهه مقارنةً بـ 1,8 مليار جنيهه في العام 2008م، أي بنسبة زيادة بلغت 19,5%، كما بدأ في نفس العام نظام التحول للتداول الإلكتروني¹.
 - في العام 2009م تم وضع خطة عمل لتطوير السوق من إثني عشر محوراً، حيث جاءت هذه الخطة لتمثل الرؤية المستقبلية للسوق.
 - في العام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدل له منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995م متفوقاً على العام 2009م الذي بلغ 2,2 مليار جنيهه مقارنةً بمبلغ 2,4 مليار جنيهه، وقد تم اعتماد السوق بصفة مراقب في اتحاد البورصات العربية على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الإجتماع القادم للإتحاد، وفي نفس العام تم توقيع عقود توريد وتركيب وتشغيل أجهزة وبرامج التداول الإلكتروني وبداية تركيب شاشات العرض الداخلية الثابتة والمتحركة².
 - وفي بداية جانفي 2012م دشّن السودان ولأول مرة في تاريخه منظومة التداول الإلكتروني لسوق الخرطوم للأوراق المالية، معلناً رسمياً التحول من النظام اليدوي إلى الإلكتروني وإجراء أول عملية بيع وشراء بالنظام الجديد الذي أهده سوق سلطنة عمان للأوراق المالية للسودان، بكلفة بلغت 14 مليون دولار فيما تبلغ تكلفة التركيب 761 ألف دولار، ضمن مشروع أطلق عليه اسم مشروع حوسبة عمليات التداول والإيداع بسوق الخرطوم للأوراق المالية، كبداية لتنفيذ رؤية السوق في استخدام تقنية المعلومات والاتصالات لتطوير أعماله، والتي كانت ضمن الجوانب المستهدفة بالتطور النوعي لسوق الخرطوم للأوراق المالية.
 - ويتوقع في المرحلة القادمة إجراء باقي الإصلاحات الشاملة في النواحي المالية والإدارية والتقنية والقانونية بهدف إنشاء سوق قوي لتعزيز دوره في التطور الاقتصادي الوطني، وضمان سلامة تعاملات المستثمرين والمتعاملين فيه.
- ثانياً- الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية: في حدود إطلاعنا نلاحظ أنه لا يوجد ذكر لبنية الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية في التقارير السنوية والدراسات والبحوث الصادرة عنه، وبناءً على بعض المعطيات الواردة في تقريره السنوي لعام 2010م ، نحاول بناء هيكل تنظيمي له، موضح في الشكل رقم (3، 1) أدناه.

¹ يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان -النشأة والتطور والرؤى المستقبلية-، سلسلة الدراسات والبحوث، الإصدار رقم 19، بنك السودان المركزي، السودان، جوان 2011م، صص 31-35.

² التقرير السنوي 2010م، سوق الخرطوم للأوراق المالية، الخرطوم، السودان، ص 13

الشكل رقم (3، 1): الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على: التقرير السنوي 2010م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

ثالثاً- الأهداف والرسالة والرؤية المستقبلية للسوق: وتتمثل فيما يلي¹:

- 1- أهداف السوق: نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن تكون للسوق الأغراض التالية:
 - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
 - تشجيع الإيداع وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والإقتصاد السوداني.
 - العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الإقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية.
 - تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام من قبل الجمهور.
 - ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حمايةً لصغار المستثمرين.
 - إقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الإستقرار المالي والإقتصادي في السودان ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الإقتصادية.
 - 2- رسالة السوق: وهي أن يلعب سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً رئيسياً في مجال الصناعة المالية من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تنتم بالجودة والمهنية والمصدقية خلال السنوات القادمة، وذلك عن طريق إصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والقانونية بهدف إنشاء سوق فعال يسعى لتعزيز دوره في البنية الإقتصادية المستدامة وسلامة المستثمرين والمتعاملين فيه.
 - 3- الرؤية المستقبلية: ترقية الصناعة المالية في السودان عن طريق:
 - نشر وتعزيز الثقافة المالية بالبلاد.
 - حوكمة الأداء بالأسواق المالية السودانية
 - تعزيز مسيرة التنمية الإقتصادية بالبلاد.
 - الإستفادة من فرص الإستثمار المالي المتاحة محلياً وإقليمياً وعالمياً.
 - بناء وتعزيز الروابط بين المؤسسات المحلية والإقليمية والدولية.
 - بناء سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية.
- رابعاً- تقنيات الإدراج في السوق : فيما يتعلق بتقنيات الإدراج في سوق الخرطوم للأوراق المالية، فهي بشكل عام على الوجه التالي²:
- 2 - طلبات الإدراج: يجب على الشركات القائمة والمؤسسات العامة السودانية والسلطات المحلية التي تطرح أوراقاً مالية من خلال إصدارات جديدة أن تقدم طلباً لمجلس إدارة السوق لإدراج هذه الأوراق للتعامل بها خلال مدة أقصاها شهران من تاريخ استكمال إجراءات هذا الإصدار.

¹ نقلا عن: التقرير السنوي 2010م، سوق الخرطوم للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 7 و 11

² يعقوب السيد، سوق الأوراق المالية في السودان، مرجع سابق، ص 51-53

- 3 - الإمتناع عن الإدراج: يحق لمجلس إدارة السوق فرض عقوبات مالية على أي عضو يمتنع عن إدراج أوراقه دون سبب مشروع على أن يحدد المجلس تلك العقوبة، وفي حالة الإمتناع عن الإدراج، يفرض مجلس إدارة السوق الجزاء المالي الذي يراه مناسباً كل ستة شهور .
- 4 - الإلتزام السرية: لا يحق لإدارة شركات المساهمة العامة والمؤسسات والهيئات العامة والسلطات المحلية أو أي من موظفيها إفشاء أسماء المتعاملين وأحجام تعاملهم بالأوراق المالية.
- 5 - التعامل في ظل معلومات غير معلنة: لا يحق لأي شخص أن يتعامل في الأوراق المالية في السوق بناءً على معلومات غير معلنة أو مفسح عنها وعلم بها بحكم منصبه، وإذا أدى مثل هذا التعامل إلى جني منفعة أو تجنب خسارة يعتبر ذلك التصرف باطلاً.
- 6 - حظر التعامل في السوق الثانوية: يحظر التعامل في السوق الثانوية على موظفي شركات الوكالة وموظفي السوق.
- 7 - تسجيل ملكية الأوراق المالية: على أي جهة مصدرة للأوراق المالية أو وكلائها تسجيل ملكية الأوراق المالية القابلة للتداول والتي يتم بيعها أو شراؤها أو تحويلها أو نقل ملكيتها في السوق دون قيد أو شرط، بغض النظر عن قانونها أو عقد تأسيسها ونظامها، باستثناء الحالات التالية:
- أ - إذا كانت الأوراق المالية محجوزة أو مرهونة.
- ب - إذا كانت شهادة الملكية مفقودة.
- 8 - إجراءات طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام: تتمثل الإجراءات في الآتي:
- أ - يجب على الجهات الراغبة في إدراج أوراقها المالية في السوق تقديم ملخص واف عن دراسة الجدوى الإقتصادية للأعمال التي ستمارسها.
- ب - تتم الموافقة من قبل مجلس السوق على نشرات الإصدار وشروطها بعد دراستها ومراجعتها والتحقق من صحة البيانات والمعلومات الواردة في الإعلانات المتعلقة بهذه النشرات.
- ج - يجب على شركات المساهمة العامة والمؤسسات والهيئات العامة التقيد بنماذج نشرات الإصدار التي تصدر عن السوق عند طرحها أوراقاً مالية للإكتتاب العام.
- د - يتم تنظيم مواعيد إصدارات الأوراق المالية بطريقة تكفل سرعة إنسياب وكفاية الأموال المتاحة لتغطية هذه الإصدارات وبما يضمن المحافظة على توازن سوق رأس المال.
- وتعتبر باقي إجراءات طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام الواردة في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م، خاصة بأسهم وحصص تأسيس شركات المساهمة العامة دون الصكوك الحكومية¹.

المطلب الثاني: نشاط الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010م

من خلال الإطلاع على نشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)، نجد ثلاثة أنواع من الصكوك الحكومية السودانية تم إدراجها وتداولها في السوق، تتمثل في كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الإستثمار الحكومية (صرح) وشهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترو (شامة)، أما بالنسبة لشهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) نجد أن تداولها يتم في سوق ما بين البنوك فقط دون السوق الثانوية، وبناءً على ذلك سوف نقتصر في دراستنا على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة فقط (شهادة، وشامة وصرح)، من خلال إعطاء نظرة حول عدد وقيمة

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: المادة (45) من قانون صكوك التمويل 1995م.

تداولها ومقارنتها مع قطاع الأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وكذا مع الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى خلال الفترة 2005-2010م.

أولاً- عدد وقيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010م:

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3، 2) والشكل رقم (3، 2)، أن عام 2010م شهد أكبر عدد في إصدارات الصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010م) ويرجع ذلك وبشكل أساسي للعدد الكبير من إصدارات صكوك (شهامه) بالسوق في تلك السنة، ويلاحظ أن عامي 2006م و 2007م شهدا تراجعاً في عدد الإصدارات المدرجة بالسوق، وقد سجل عام 2007م أعلى نسبة تراجع مقارنة مع عام 2005م، إلا أن الاتجاه العام لعدد إصدارات الصكوك المدرجة في السوق ظهر في تزايد خلال السنوات الأخيرة (2008-2010م)، كما نلاحظ أن عدد إصدارات (شهامه) تمثل ما نسبته 79% من إجمالي عدد الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية وباقي النسبة 21% تمثل عدد إصدارات صكوك (صرح) المدرجة بالسوق.

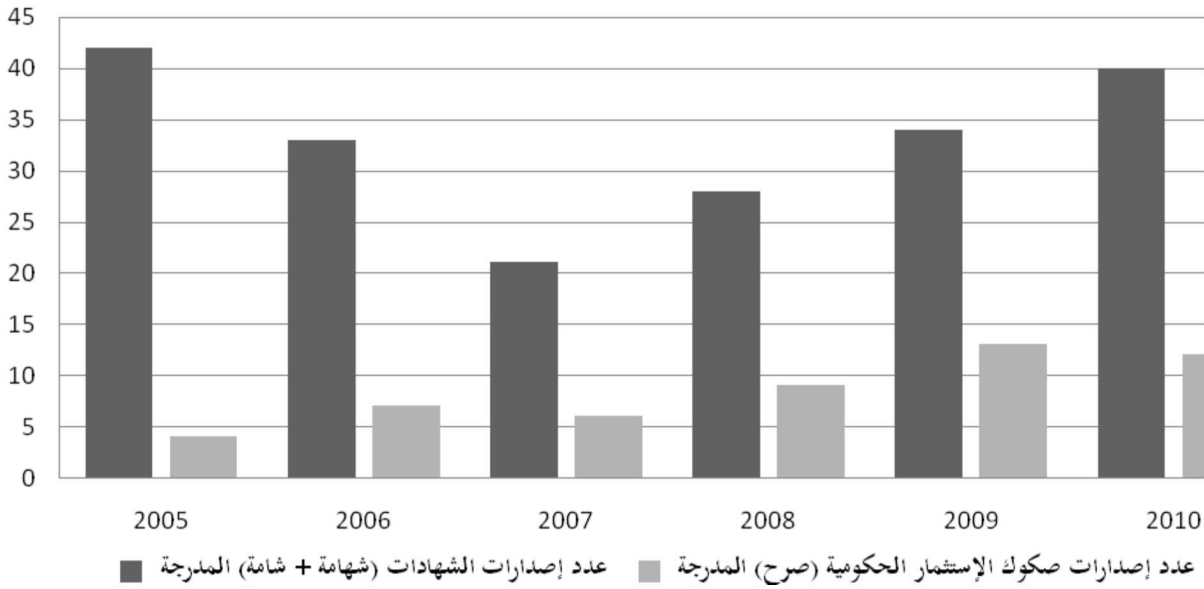
الجدول رقم (3، 2): عدد وقيمة تداول الصكوك الحكومية والأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)

التعيين	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد إصدارات (شهامه + شامة*) المدرجة	42	33	21	28	34	40
قيمة تداول الشهادات (جنيه سوداني)	194 407 273,65	799 901 524,73	1 068 597 776,77	1 283 236 066,02	1 836 256 784,13	2 157 933 832,95
عدد إصدارات صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) المدرجة	4	7	6	9	13	12
قيمة تداول صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) (جنيه سوداني)	35 978 016,15	112 583 217,40	113 514 854,28	76 087 764,15	126 804 297,25	70 156 385,51
إجمالي إصدارات الصكوك الحكومية السودانية المدرجة	46	40	27	37	47	52
إجمالي قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية (جنيه سوداني)	230 385 290	912 484 742	1 182 112 631	1 359 323 830	1 963 061 081	2 228 090 218
عدد الأسهم المدرجة (سهم)	274 366 808,00	188 659 120,00	89 680 785,00	12 600 742,00	3 473 469,00	3 803 710,00
قيمة تداول الأسهم (جنيه سوداني)	975 308 400,35	1 147 985 511,91	600 691 472,43	472 482 032,46	245 508 282,91	182 977 913,40

المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على التقرير السنوي 2010م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

* تم إصدار شامة في 2010/10/27م وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010م، حيث بلغ عدد صكوكها المتداولة 78 صكاً بقيمة تداول وصلت إلى 39,390,00 جنيه سوداني.

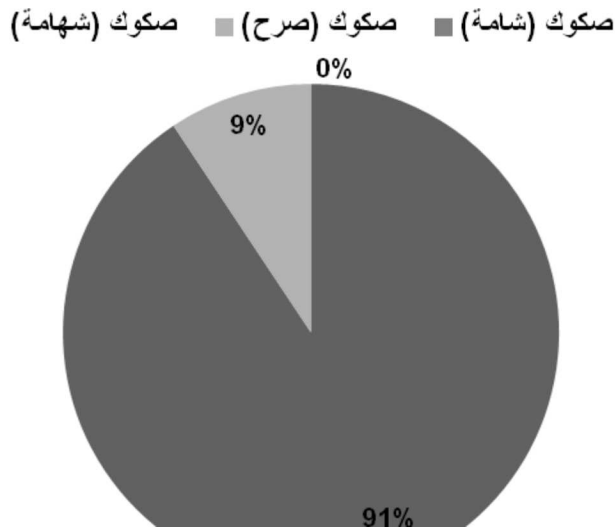
الشكل رقم (3، 2): عدد إصدارات الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2010-2005م)



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على: التقرير السنوي 2010م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

أما بالنسبة لقيمة تداول الصكوك الحكومية في السوق، فحسب الجدول رقم (3، 2) أعلاه، نلاحظ أن الإتجاه العام لقيمة التداول في تزايد مستمر خلال سنوات الفترة (2010-2005م)، حيث شكل معدل قيمة التداول السنوي لصكوك المشاركة الحكومية (شهادة) ما نسبته 91% من معدل قيمة التداول الإجمالية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2005م)، مقارنة مع 9% معدل قيمة التداول السنوي في صكوك الإستثمار الحكومية (صرح)، وهو مبين في الشكل رقم (3، 3) أدناه.

الشكل رقم (3، 3): معدل قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2010-2005م

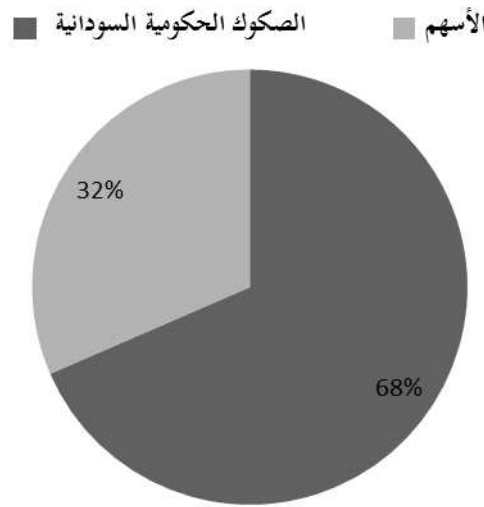


المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على: التقرير السنوي 2010م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

ثانياً - مقارنة قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية والأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2010-2005م):

حسب الجدول رقم (3، 2) الموضح في الأعلى والشكل رقم (3، 4) أدناه، نلاحظ أن الإتجاه العام لقيمة التداول بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية هو في تزايد خلال الفترة (2010-2005م)، بينما يلاحظ الإنخفاض الكبير والمستمر في قيمة تداول الأسهم المدرجة بالسوق، رغم الزيادة الواضحة في عددها * خلال فترة الدراسة، وبذلك يشكل معدل قيمة التداول في الصكوك الحكومية ما نسبته 68% من متوسط قيمة التداول الإجمالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة مع 32% متوسط قيمة التداول في الأسهم خلال الفترة (2010-2005م).

الشكل رقم (3، 4): معدل قيمة التداول للصكوك الحكومية السودانية والأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2010-2005م



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على: التقرير السنوي 2010م لسوق الخرطوم للأوراق المالية

ثالثاً - الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة مع الصكوك الإسلامية المدرجة بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2005م):

من خلال البحث في تقارير ونشرات تداول أسواق الأوراق المالية الرسمية لدول العربية المصدرة للصكوك الإسلامية، نجد أن أربع أسواق فقط أدرجت بها الصكوك الإسلامية وتتمثل في كل من السوق محل الدراسة، وبورصة البحرين والسوق المالية السعودية (تداول) وسوق دبي المالي، وحسب ما هو موضح في الجدول رقم (3، 3) أدناه نلاحظ أن سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2005م) لديه أكبر عدد إدراج لإصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة مع باقي الأسواق المالية العربية بنسبة 70% من متوسط إجمالي عدد إصدارات الصكوك المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية وهو موضح في الشكل رقم (3، 5)، أي بمعدل 40 إصدار مدرج في السوق في العام الواحد خلال الفترة (2010-2005م)، تليها بورصة البحرين بنسبة 16% أي بمتوسط 10 إصدارات مدرجة بالبورصة في كل عام، وجاءت السوق المالية السعودية في المرتبة الثالثة بنسبة 10% أي بمعدل 6 إصدارات مدرجة لكل عام للفترة (2010-2005م)، يليها سوق دبي المالي في المرتبة الأخيرة بنسبة 4% من إجمالي متوسط عدد الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية العربية، أي بحوالي 3 إصدارات مدرجة في كل سنة.

* للتفاصيل أكثر أنظر: التقرير السنوي 2010م لسوق الخرطوم للأوراق المالية

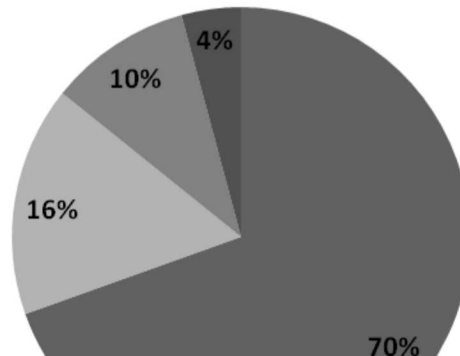
الجدول رقم (3، 3): يوضح عدد وقيمة تداول الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية للفترة 2005-2010م

إسم سوق الاوراق المالية	التعيين	2005	2006	2007	2008	2009	2010
سوق الخرطوم للأوراق المالية	قيمة التداول (مليون دولار)	94,46	419,75	586,32	649,75	842,17	964,77
	عدد إصدارات الصكوك المدرجة	46	40	27	37	47	52
بورصة البحرين	قيمة التداول (مليون دولار)	0	0	0	0	0	0
	عدد إصدارات الصكوك المدرجة	9	11	10	10	10	8
سوق دبي المالي	قيمة التداول (مليون دولار)	0	5,00	15,03	0	0	0
	عدد إصدارات الصكوك المدرجة	2	2	2	2	4	3
السوق المالية السعودية (تداول)	قيمة التداول (مليون دولار)	-	-	-	-	7,29	115,39
	عدد إصدارات الصكوك المدرجة	-	-	-	-	5	7

المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على: التقارير السنوية من عام 2005 إلى 2010م لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

الشكل رقم (3، 5): يوضح متوسط عدد إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (2005-2010م)

سوق دبي المالي ■ السوق المالية السعودية (تداول) ■ بورصة البحرين ■ سوق الخرطوم للأوراق المالية

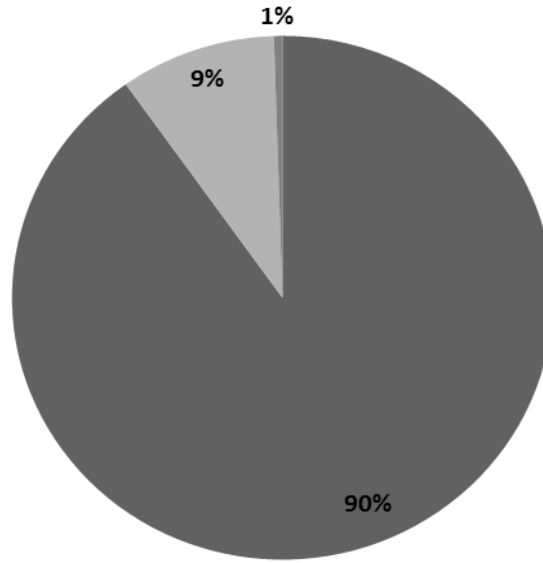


المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على التقارير السنوية من 2005 إلى 2010م لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

أما بالنسبة لمتوسط قيمة تداول الصكوك الإسلامية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2005-2010م)، وحسب ما هو موضح في الجدول رقم (3، 3) والشكل رقم (3، 6) أدناه، نجد أن أكبر معدل لقيمة التداول في الصكوك الإسلامية كان بسوق الخرطوم للأوراق المالية بنسبة وصلت إلى حوالي 90% أي ما قيمته 592,87 مليون دولار أمريكي كمتوسط لقيمة تداول الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010م)، تليها السوق المالية السعودية بنسبة 9% والتي تمثل ما قيمته 61,34 مليون دولار أمريكي كمعدل لقيمة التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة، وتجدر الإشارة إلى أن بداية التداول (أي إنشاء سوق ثانوية) في الصكوك الإسلامية رسمياً وآلياً بنظام أوامر البيع والشراء في المملكة العربية السعودية كان في 13/06/2009م، حيث كان من قبل يتم تداول الصكوك الإسلامية المصدرة في سوق موازية (خارج السوق الرسمية) من خلال تنفيذ عمليات البيع عبر إدارات الخزنة في البنوك السعودية.

الشكل رقم (3، 6): يوضح متوسط قيمة التداول للصكوك الإسلامية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2005-2010م

سوق دبي المالي ■ السوق المالية السعودية (تداول) ■ سوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على التقارير السنوية من 2005 إلى 2010م لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

وإحتل سوق دبي المالي المرتبة الثالثة بنسبة 1% من متوسط قيمة التداول الإجمالية للصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2005-2010م)، والتي تمثل ما قيمته 3,34 مليون دولار أمريكي، حيث كان التداول في عامين فقط 2006 و 2007م وعلى صكوك أملاك فقط، والتي تم إطفاءه ا خلال عام 2009م، بينما نجد أن الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة البحرين مدرجة لكنها غير متداولة، خلال فترة الدراسة مما يتطلب البحث في أسباب عدم تداول الصكوك الإسلامية في بورصة البحرين، وكذا قلة تداولها في سوق دبي المالي¹.

من خلال النظرة السريعة عن نشاط الصكوك الحكومية السودانية ومقارنتها مع الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010م) نستنتج أن الصكوك الحكومية تشكل عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية والأكثر تداولاً فيه وفي تزايد مستمر، ومقارنتها مع نشاط الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى نجد أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يعتبر الأنيث و الأكثر تداولاً للصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: قياس وتحديد بعض مخاطر الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المبحث قياس المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية في سوق الخرطوم للأوراق خلال الفترة (2005-2010م)، بإستخدام بعض الأدوات الإحصائية والمالية المطبقة في قياس مخاطر الأوراق المالية التقليدية والملائم تطبيقها على الصكوك الإسلامية، كما نحاول قياس أثر الأزمة المالية العالمية 2008م على قطاع الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وننتهي بتحديد بعض المخاطر الأخرى التي قد تتعرض لها، وقبل كل ذلك نحاول إعطاء تصور حول تصميم الدراسة.

¹ بالإعتماد على التقارير السنوية من 2005 إلى 2010م، لسوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق دبي المالي والسوق المالية السعودية (تداول) وبورصة البحرين

المطلب الأول: الإطار العام لقياس مخاطر الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية
 نتعرض في هذا المطلب إلى تصميم الدراسة لقياس المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وقياس تأثير الأزمة المالية العالمية 2008م عليها ومدى العلاقة بين عوائدها ومعدل الفائدة ليبور بإعتباره السعر المرجعي لتحديد العوائد الدورية للسندات الحكومية في الإقتصاد التقليدي المقابلة لصكوك الحكومة في الإقتصاد الإسلامي، من حيث المنهجية المطبقة ومصادر الحصول على بيانات العينة وأساليب التحليل الإحصائي والمالي المستخدمة والحدود الزمانية والمكانية للدراسة.
أولاً- منهجية الدراسة:

قمنا باتباع المنهج الوصفي التحليلي في دراسة المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية (شهادة وصرح) المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لوصف وتحليل متغيرات الدراسة، من حيث حساب معدل الحساسية بيتا (β) والانحراف المعياري بإستخدام البرنامج الإحصائي Eviews، والاعتماد على برنامج (الإكسل) لحساب معدل أيام التداول والتداول اليومي، ولحساب معامل الارتباط وتفسير الدلالة الإحصائية تم الاعتماد على برنامج الرزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

ثانياً- مصادر الحصول على البيانات:

لغاية تحقيق أهداف هذه الدراسة تم جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيراتها من عدة جهات، شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الإستثمار الحكومية (صرح) ومؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية من التقرير السنوي لعام 2010م ونشرات التداول الشهرية الصادرة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية، وعلى الموقع الإلكتروني لبنك المملكة المتحدة المركزي لتحصيل معدل الفائدة ليبور (Libor)، وعلى موقع زاوية -المنصة العالمية لرصد صناعة الصكوك الإسلامية- لتحصيل سعر إغلاق المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك (Dow Jones Citi Group Sukuk Index).

ثالثاً- مجتمع الدراسة وعينتها:

تتمثل في إستخدام أسعار الإغلاق الشهرية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة ما بين (2005-2010م)، لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الإستثمار الحكومية (صرح) دون شهادات إجازة مصفاة الخرطوم للبتترول (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة (ديسمبر 2010م)، ونظراً لعدم وجود تداول على صكوك (صرح) في الأشهر الأولى (من جانفي إلى ماي 2005م) من فترة الدراسة، تم الإقتصار على (67 مشاهدة) لكل من شهادة وصرح، وتم إحتساب معدل المردودية (R) والذي نقصد به التغير أو مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، أما معدل العائد فهو نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة (d) إلى السعر (P)، وعليه يمكن القول أن معدل المردودية (R) هو معدل العائد (Rd) عندما (d=0)، وتتمثل التوزيعات المدفوعة (d) في الصكوك الإسلامية في متوسط العوائد السنوية المدفوعة لحملتها، ويتم حساب معدل المردودية والعائد على النحو التالي:

$$R_d = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (1, 3)$$

حيث: R_d : تمثل معدل العائد ما بين الفترة t و t-1، وتمثل معدل المردودية R عندما (d=0)

d: التوزيعات المدفوعة وتتمثل في متوسط العائد السنوي على صكوك شهادة وصرح

P_t : سعر الإغلاق (القيمة السوقية) في اليوم (t)

P_{t-1} : سعر الإغلاق في اليوم (t-1)

رابعاً- متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية والمالية المستخدمة:

بالنسبة للدراسة الإحصائية إشتملت على خمسة (05) متغيرات، وحددت المتغيرات المستقلة لحساب معامل الحساسية بيتا (β) لمعدل المردودية لكل من: المؤشر العام لسوق الخرطوم للأوراق المالية والمؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية بالإضافة إلى معدل الفائدة لبيور، والمتغير التابع الذي يتمثل في كل مرة ما بين معدل مردودية شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الإستثمار الحكومية (صرح).
وبالنسبة للدراسة المالية، تم الإعتماد على قيمة وعدد وأيام التداول لقطاع الأسهم والصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

ولقياس المخاطر النظامية وغير النظامية، تم إستخدام الأساليب الإحصائية والمالية المناسبة والتي تتألف مما يلي:

- 1 حساب معامل الحساسية (β) معامل معادلة خط الانحدار البسيط المستخرج بطريقة المربعات الصغرى، لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة (معدل مردودية لكل من مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية ومؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية وسعر الفائدة لبيور) والمتغير التابع الذي يتمثل كل مرة في معدل مردودية شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) ثم صكوك الاستثمار الحكومية (صرح).
- 2 حساب الانحراف المعياري لمردودية كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه)، وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) والمؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية وسعر الفائدة لبيور
- 3 حساب معدل أيام التداول والتداول اليومي لصكوك شهامة وصرح.
- 4 حساب معامل الارتباط بين التغير في سعر الفائدة لبيور، ومعدل العائد لكل من صكوك شهامة وصرح.

خامساً- حدود الدراسة:

تتمثل الحدود الزمنية فيما يلي:

- 1 الفترة الممتدة ما بين (جوان 2005 وديسمبر 2010): لقياس المخاطر النظامية وغير النظامية لصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح)، وقياس علاقة الارتباط والدلالة الإحصائية بين معدل الفائدة لبيور ومعدل العائد على شهامة وصرح.
 - 2 الفترة الممتدة ما بين (أفريل 2006 وديسمبر 2010): لحساب معامل الحساسية بيتا (B) بين المتغير المستقل (معدل مردودية مؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية) مع المتغير التابع والذي يتمثل في كل مرة في معدل مردودية صكوك شهامة ثم صرح.
 - 3 الفترة الممتدة ما بين (جويلية 2008 وديسمبر 2010م) لقياس أثر الأزمة المالية العالمية 2008م على قطاع الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، والمتمثلة في صكوك (شهامه وصرح).
 - 4 الفترة الممتدة ما بين (2010/01/10 و 2010 /12/31): لحساب معدل أيام التداول والتداول اليومي لكل من صكوك (شهامه وصرح).
- أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الخرطوم للأوراق المالية، باعتباره أحد أنشط الأسواق المالية العربية تداولاً للصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: قياس المخاطر النظامية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

يتم قياس المخاطر النظامية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال حساب المعامل (β) والذي يعد مدخلاً مناسباً لتحديد المخاطر النظامية بقياسه حساسية التغير في مردودية الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق (الممثل لتغيرات عائد السوق).

وبناءً على ذلك، قمنا بحساب هذا المعامل (β) لقياس التغير الحاصل في مردودية كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) نتيجة التغير في مردودية السوق على مستويين محلي وعالمي، مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية بإعتباره مؤشراً محلياً، أما المؤشر العالمي فيتمثل في مؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية (The Dow Jones Citigroup Sukuk Index).

أولاً- حساب المعامل بيتا (β) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر المحلي (مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية):

نتعرض قبل حساب وتحليل المعامل بيتا، إلى التعريف بالمؤشر العام لسوق الخرطوم للأوراق المالية

1 -التعريف بمؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية: الهدف من عمل المؤشر هو قياس التغير الذي يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة معينة، وقد ساعد صندوق النقد العربي بإعداد المعدلات والصيغة* التي يحسب بها مؤشر الخرطوم الذي تم الإعلان عنه في شهر سبتمبر من العام 2003م، وقد إستهل ب 1000 نقطة حتى بلغ 2.368,92 نقطة بنهاية ديسمبر 2010م¹.

2 -حساب وتحليل المعامل بيتا (β): كما سبق وأشرنا في الجانب النظري للدراسة، فإنه يتم حساب المعامل بيتا (β) تبعا للصيغة الآتية:

$$\hat{B}_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\delta^2_m} \dots\dots\dots(2, 3)$$

حيث: \hat{B}_i : المعامل بيتا المقدر (المحسوب)

ويوضح الجدول رقم (3 ، 4) قيمة المعامل بيتا (\hat{B}_i) للصكوك الحكومية السودانية لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية (مؤشر محلي).

الجدول رقم (4,3): قيمة معامل بيتا (\hat{B}_i) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر المحلي

إسم الصك	قيمة بيتا (\hat{B}_i)
شهامه	-0,002
صرح	0,003

المصدر: من إعداد الباحثة وبالإعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

أظهرت النتائج الإحصائية وحسب ما هو موضح في الجدول رقم (4,3) أن قيمة معامل الحساسية \hat{B}_i بالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) بلغت (-0,002)، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مردودية مؤشر السوق يقابله إنخفاض (نقصان) في مردودية صكوك (شهامه) بقيمة (0,002)، أي أن اتجاه تحرك مردودية صكوك (شهامه) معاكس

* للفتايل أكثر حول طريقة حساب مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، أنظر الملحق رقم (5)
¹ نقلاً عن: التقرير السنوي 2010م، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص59.

لإتجاه تغيرات مردودية أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة والمعبر عنها بمردودية المؤشر العام للسوق. وعليه نستنتج أن مخاطرة صكوك (شهامه) أقل من مخاطرة السوق.

أما بالنسبة لقيمة المعامل (\hat{B}_i) لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت (0,003)، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة واحدة في مردودية مؤشر السوق يقابله زيادة في مردودية صكوك (صرح) بقيمة (0,003)، وبما أن القيمة أقل من الواحد ($1 > \hat{B}_i$) هذا يدل على أن تقلبات مردودية صكوك (صرح) أقل من تقلبات مردودية أسهم الشركات المدرجة في السوق، أي أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة السوق.

وبشكل عام نستنتج أن الإستثمار في الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمتمثلة في شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) أقل مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بالسوق، وهذا على المستوى المحلي.

وإنطلاقاً من النتائج المتحصل عليها فإن المعامل بيتا (\hat{B}_p) لمحفظه استثمارية تتشكل من صكوك حكومية سودانية فقط يكون على النحو التالي:

$$\hat{B}_p = 0.003m_{sar} - 0.002m_{sh} \dots\dots\dots(3, 3)$$

حيث أن: \hat{B}_p : معامل بيتا المقدر للمحفظه الاستثمارية

m_{sar} : الوزن الاستثماري لصكوك صرح في الاستثمار الإجمالي للمحفظه

m_{sh} : الوزن الاستثماري لصكوك سهامه في الاستثمار الإجمالي للمحفظه

ثانياً- حساب المعامل بيتا (β) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر العالمي داوجونز ستي جروب للصكوك الإسلامية (Dow Jones Citi Group Sukuk Index):

قبل حساب وتحليل قيم معاملات بيتا (\hat{B}_i) للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية مع المؤشر العالمي (داوجونز ستي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk)، نعرف أولاً هذا المؤشر.

1- تعريف المؤشر العالمي داوجونز ستي جروب للصكوك (Dow Jones Citi Group Sukuk Index)

الهدف من عمل المؤشر هو قياس أداء الصكوك الإسلامية المدرجة بالأسواق المالية العالمية (الإصدارات العالمية) والمصدرة بالدولار الأمريكي، والمصنفة إئتمانياً (ذات جدارة إئتمانية) من قبل جهات وهيئات تصنيف معترف بها عالمياً. تتبع طريقة حساب هذا المؤشر معايير وفرضيات حساب المؤشر العريض داوجونز ستي جروب للدخل الثابت، وعدة مؤشرات أخرى من عائلة داوجونز ستي جروب (DJ Citi Group)، كما يتبع المؤشر نفس المبادئ المنهجية الكمية لحساب مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية (DJ Islamic Market Index) بهدف ضمان التوافق المستمر مع الشريعة الإسلامية، حيث يضم المؤشر حالياً عشرون إصداراً عالمياً* للصكوك الإسلامية أغلبيتها ذات عائد ثابت، ومن الإمارات العربية المتحدة وماليزيا والبحرين¹.

* للفاصل أكثر: أنظر الملحق رقم (6)

¹ Dow Jones Index, **Guide to the Dow Jones Citi Group Sukuk** index, CME group index services LLC, New York, USA, 2003, p3. And visit: www.djindexes.com.

أ - أهم خصائص المؤشر:

جدول رقم (3،5): خصائص المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I)

التعيين	الخصائص
مكوناته	يتضمن الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين (AAOIFI)
نوع العائد (المحدد)	المتغير والثابت
الحد الأدنى لعمر الإصدار	سنة واحدة على الأقل
الترجيح(الوزن)	القيمة السوقية (على أساس المشاهدات الشهرية)
الحد الأدنى لقيمة الإصدار	200 مليون دولار أمريكي
الحد الأدنى لرتبة التصنيف الائتماني	BBB - أو BBB*، وأن يكون التقييم من قبل موديز أو ستاندر أند بورز أو أي وكالة تصنيف إئتمانية معترف بها عالمياً
منحنى العائد	نموذج منحنى خزانة سيتي جروب
التردد الحسابي	يومي
التسعير	سعر الإغلاق في السوق المحلية
التذبذب	10%
القاعدة التاريخية لحساب المؤشر	أكتوبر 2005م

المصدر: Dow Jones Index, guide to the Dow Jones.OP .Cit.P3

ب - الوصف الإحصائي للمؤشر: موضح ذلك في الجدول رقم (3، 6) أدناه

الجدول رقم (3،6): أهم الخصائص الإحصائية لمؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I)

البيان	عدد الصكوك	القيمة السوقية (مليون دولار)	متوسط العائد (الكويون)	متوسط العمر (سنوي)	الجدارة الائتمانية	العائد عند الاستحقاق
مؤشر الصكوك	20	15.732,61	4,15	4,25	A	3,22
AAA	3	2.159,25	2,55	3,83	AAA	1,78
AA	2	1.608,53	4,59	3,09	AA	2,77
A	10	8.576,05	4,13	4,49	A-	3,09
BBB	5	3.388,77	5,04	4,46	BBB	4,67
3-1 سنوات	5	4.095,28	4,52	2,72	A	2,56
5-3 سنوات	12	8.991,10	3,70	4,12	A+	2,93
7-5 سنوات	2	1.802,92	5,34	5,72	BBB-	5,76
10-7 سنوات	1	843,31	4,65	9,77	A-	4,10

المصدر: Dow Jones Citi Groub , Sukuk Index, Fact sheet,30/09/2011, p1

BBB*: تقييم متوسط الجدارة الائتمانية للسندات والأسهم (المفضلة)، ويحمل مستوى احتمال مقبول من المخاطر حالياً ولكن يجب توخي الحذر في المستقبل، وإشارة السالب(-) الدلالة على توقع النزول عن مستوى التقييم الحالي.

ج- نموذج حساب معدل عائد المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك: تتمثل صيغة حساب معدل عائد المؤشر فيما يلي¹:

$$\text{معدل عائد المؤشر (\%)} = \left[\frac{\text{قيمة المؤشر في نهاية الفترة}}{\text{قيمة المؤشر في بداية الفترة}} - 1 \right] \times 100$$

1 حساب المعامل بيتا (\hat{B}_i) مع المؤشر العالمي (DJ Citi Group Sukuk-I):

يوضح الجدول رقم (7،3) أدناه نتائج المعامل بيتا (\hat{B}_i) للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك، وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم (7.3): قيم المعامل بيتا (\hat{B}_i) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر العالمي

اسم الصك	قيمة بيتا (\hat{B}_i)
شهادة	0,009
صرح	-0,0142

المصدر: من إعداد الباحثة وبالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (7،3)، نلاحظ أن قيمة المعامل بيتا (\hat{B}_i) لصكوك (شهادة) مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I) قد بلغت (0,009)، أي أن الزيادة في مردودية سوق الصكوك العالمي والمعبر عنها بمردودية مؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I -) يقابله زيادة في مردودية صكوك (شهادة) بقيمة (0,009)، وبما أن هذه القيمة أقل من الواحد ($\hat{B}_i < 1$)، فإن مخاطرة صكوك (شهادة) أقل من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي، ذلك أن مستوى تقلب مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك أكبر من مستوى مردودية صكوك (شهادة).

أما بالنسبة لقيمة المعامل بيتا (\hat{B}_i) لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت (-0,014)، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى مردودية مؤشر السوق العالمي للصكوك الإسلامية (DJ Citi Group Sukuk-I) يقابله نقصان في مردودية صكوك (صرح) بقيمة (0,014)، وبما أن قيمة المعامل بيتا لصكوك (صرح) أقل من الواحد ($\hat{B}_i < 1$) ولكنها سالبة، يعني أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة سوق الصكوك العالمي ولكن اتجاه تحرك عوائدها معاكس لاتجاه تحرك مردودية مؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها نستنتج أن الاستثمار في الصكوك الحكومية السودانية أقل مخاطرة من الاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية العالمية المعبر عنها بمؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك.

المطلب الثالث: قياس المخاطر غير النظامية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

نسعى من خلال هذا المطلب إلى محاولة قياس المخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة) للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)، من خلال قياس درجة تقلب معدل عائدها بحساب الانحراف المعياري بإعتباره مدخلا ملائما للتعرف على المخاطر غير نظامية للورقة المالية، ونتعرض كذلك إلى قياس نوع محدد من المخاطر غير نظامية والذي يعد أحد المخاطر الرئيسية المرتبطة بالإستثمار في الصكوك الإسلامية

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: Dow Jones Index, Guide to the Dow Jones, OP, Cit, P5

بشكل عام في أسواق الأوراق المالية والعربية خاصة، والمتمثل في مخاطر السيولة (مخاطر تسهيل الصكوك) من خلال حساب معدل أيام التداول والتداول اليومي لها.

أولاً- حساب الإنحراف المعياري لمردودية الصكوك الحكومية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

الجدول رقم (3،8): الإحصائيات الوصفية الأساسية للصكوك الحكومية السودانية ومؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

	صكوك صرح	صكوك شهامة	المؤشر العام للسوق
Mean	0.000111	0.000198	0.003215-
Median	0.000000	0.001033-	4.23-E-06
Maximum	0.015862	0.041459	0.096973
Minimum	0.011363-	0.025512-	0.105783-
Std. Dev.	0.004248	0.012649	0.039085
Observations	67	67	67

المصدر: من إعداد الباحثة وبالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

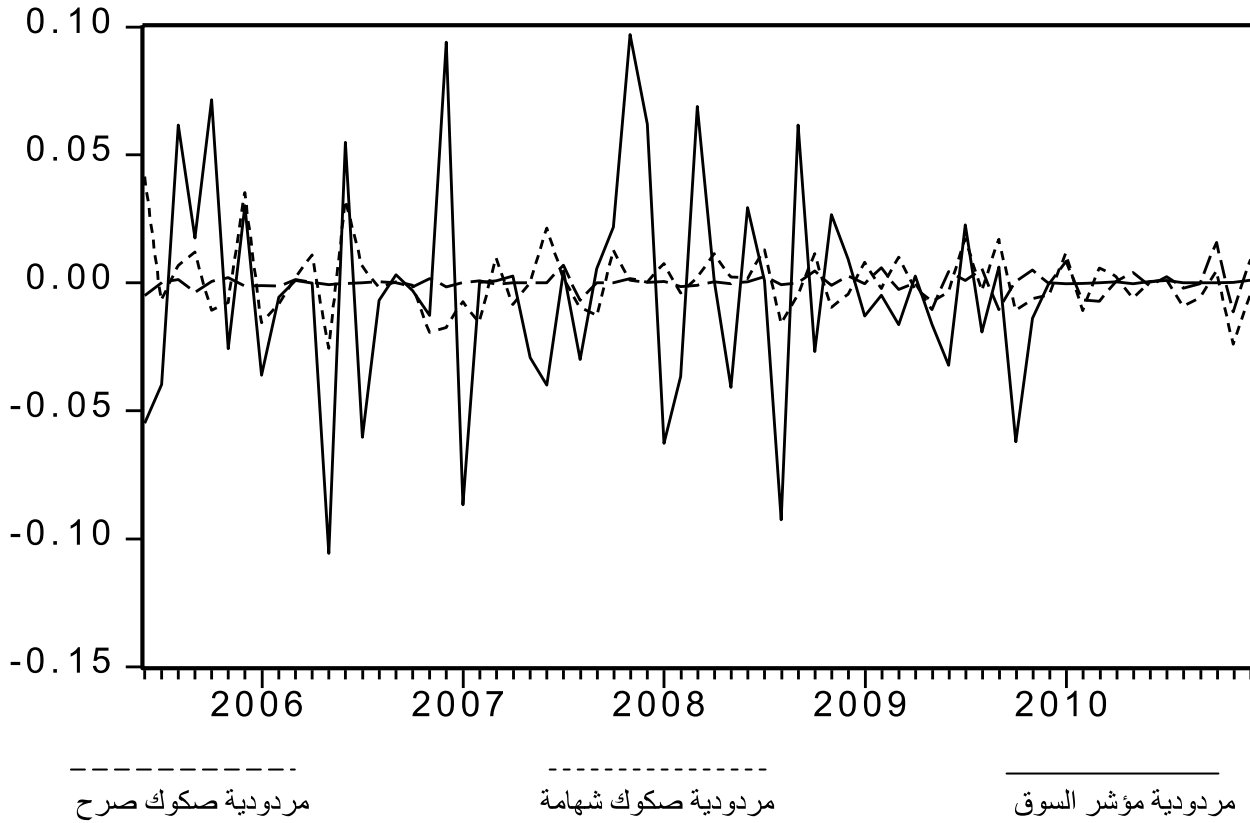
يبرز من الجدول أعلاه أن الصكوك الحكومية السودانية (شهامة وصرح) تتميز بمخاطر أقل مقارنة مع أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك إستناداً إلى مؤشر تذبذب مردودية الصكوك الحكومية ومؤشر السوق والمعبر عنه بالإنحراف المعياري (STd.Dev).

حيث أظهرت النتائج الإحصائية أن تقلب مردودية صكوك شهامة حول وسطها الحسابي (الانحراف المعياري %) خلال مدة الدراسة يقارب 1,26% أما بالنسبة لصكوك (صرح) فقد وصل إلى 0,42%، وبالنسبة لمؤشر السوق فقد وصل الإنحراف المعياري لمردوبيته ما يقارب 4%.

وبالنظر إلى متوسط مردودية والمعبر عنها بـ (Mean) والتي تقترب من الصفر، نجد أن صكوك (شهامة) تتميز بمتوسط مردودية ومخاطرة أعلى مقارنة مع صكوك (صرح)، وهذا موافق لنظرية المحفظة المالية، حيث أن كل زيادة في المردودية يترتب عنها زيادة في المخاطرة، ولكن لا تنطبق على حالة مردودية مؤشر السوق والتي تتميز بمخاطرة أكبر وعائد أقل مقارنة مع الصكوك الحكومية المدرجة بالسوق.

وبشكل عام يلاحظ أن مردودية الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتميز بالتذبذب المنخفض جداً والذي يقترب من الإستقرار أحيانا خلال فترة الدراسة (جوان 2005-ديسمبر 2010م) مقارنة مع مؤشر السوق وهو واضح في الشكل رقم (3، 7) أدناه.

الشكل رقم (7،3): مردودية الصكوك الحكومية السودانية (شهامة وصرح) مقارنة مع مردودية مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

ثانياً- قياس مخاطر السيولة للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

يظهر من خلال عنوان المطلب أننا نحاول قياس مخاطر السيولة من جهة المستثمرين (حملة الصكوك الحكومية) فقط دون المصدر (الحكومة)، وتعد درجة التسييل (السيولة) من أهم خواص المتاجرة بالأوراق المالية بشكل عام ونعني هنا توافر أوامر البيع والشراء لإصدار ما في معظم أيام التداول خلال فترة معينة، وهناك مؤشرات مستخدمة لقياس مدى سيولة الأوراق المالية التقليدية في الأسواق المالية يمكن تطبيقها على الصكوك الإسلامية، من بينها معدل الدوران، فمتابعة هذه النسبة ورصدها من فترة لأخرى ومقارنتها يوضح مدى الإقبال على تداول صك معين دون ورقة مالية أخرى بشكل عام، كما يعتبر أفضل مؤشر عن مستوى السيولة ونشاط الصكوك الإسلامية وحركة تداولها في السوق بشكل عام، وقد يشير معدل الدوران المرتفع إلى انخفاض تكاليف التعاملات والإقبال على السوق، ويمكن بواسطته مقارنة القطاعات والأسواق المالية مهما اختلفت عدد الإصدارات المدرجة فيها أو قيمتها السوقية.

والمشكلة التي واجهتنا في حساب معدل دوران الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، هي عدم إفصاح السوق عن المعطيات الأساسية التي تدخل في حساب هذا المؤشر (معدل الدوران)، وبالإطلاع على جميع نشرات التداول الشهرية (من جانفي 2004 إلى فيفري 2012م) وكذا التقرير السنوي 2010م للسوق، لم نجد أي توضيح حول القيمة السوقية والعدد الإجمالي للصكوك المدرجة (متداولة وغير متداولة)، يتم التركيز فقط على عدد وقيمة الصكوك المتداولة، لذلك إعتدنا على المؤشرين المتبقين (معدل أيام التداول ومعدل التداول اليومي) لقياس مستوى سيولة الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية ولسنة 2010م فقط، نظراً لعدم توفر المعطيات المطلوبة لباقي سنوات فترة الدراسة.

1- معدل أيام التداول والتداول اليومي لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه):

أ- معدل أيام التداول لصكوك شهامة: للتذكير فإن هذه النسبة تمثل نسبة أيام التداول في صكوك شهامة إلى إجمالي أيام التداول في السوق خلال عام 2010م، إنطلاقاً من ذلك توصلنا إلى أن متوسط أيام التداول لشهامه بلغ 75 يوماً من أصل 251 يوماً (إجمالي أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال العام 2010م)، وذلك بما يعادل 30% من إجمالي أيام التداول في السوق، وقد بلغ عدد صكوك شهامة التي تم تداولها أعلى من المتوسط (متوسط أيام التداول لشهامه) من حيث عدد الأيام 3.078.615 صكاً لـ (17) إصداراً من أصل 39 إصداراً من شهامة، بما يعادل 76% من إجمالي عدد صكوك شهامة، وذلك مقابل 978.209 صكاً لـ (22) إصداراً من شهامة تم تداولها أقل من المتوسط من حيث عدد أيام التداول بمعدل 34% من إجمالي صكوك شهامة خلال عام 2010م.

ب- معدل التداول اليومي لصكوك (شهامه): ويمثل حاصل قسمة مجموع أي من مؤشرات التداول (عدد الصكوك المتداولة، قيمة التداول...الخ) في نهاية فترة معينة مقسوماً على عدد أيام التداول خلال الفترة (لتذكر فقط)، وفي العام 2010م بلغ عدد أيام التداول كما ذكر سابقاً 251 يوماً، وعليه فقد بلغ متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية (9,65) مليون جنيه سوداني، أما بالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)، فقد بلغ متوسط قيمة التداول اليومي لها خلال العام 2010 ما قيمته (8,6) مليون جنيه سوداني، أي ما نسبته 89% من متوسط قيمة التداول اليومي في السوق، وتعكس هذه النسبة ما يمثل 16.162 صكاً وهي متوسط عدد صكوك شهامة المتداولة في اليوم خلال عام 2010م.

2- معدل أيام التداول والتداول اليومي لصكوك الإستثمار الحكومية (صرح):

أ- معدل أيام التداول لصكوك (صرح): بلغ متوسط أيام التداول لصكوك (صرح) 9 أيام من أصل 251 يوماً إجمالي أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 2010م، بما يعادل 4% من إجمالي أيام التداول، وقد وصل عدد صكوك (صرح) التي تم تداولها أعلى من المتوسط (متوسط أيام تداول صرح) من حيث عدد الأيام 81.561 صكاً لـ (5) إصدارات من أصل 12 إصدار، بما يعادل 12% من إجمالي عدد صكوك صرح، مقابل 605.134 صكاً لـ (7) إصدارات من صرح تم تداولها أقل من المتوسط اليومي لتداول صكوك صرح، بمعدل 88% من إجمالي عدد صكوك صرح خلال عام 2010م.

ب- التداول اليومي لصكوك (صرح): بلغ متوسط قيمة التداول اليومي لصكوك صرح خلال عام 2010م ما يقارب (0,28) مليون جنيه سوداني، أي ما نسبته 2,9% من متوسط قيمة التداول في السوق، لـ (273) صكاً وهو متوسط عدد صكوك (صرح) المتداولة في اليوم خلال عام 2010م.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها لكل من صكوك شهامة وصرح، نستنتج أن صكوك شهامة تتمتع بدرجة تسهيل أعلى من صكوك صرح، سواء من حيث معدل أيام التداول والذي بلغ 75 يوماً بالنسبة لشهامه مقابل 12 يوماً لصكوك صرح، أو من حيث معدل التداول اليومي والذي بلغ 16.162 صكاً متداولاً في اليوم من شهامة مقابل 273 صكاً متداولاً من صرح.

وبمقارنة متوسط قيمة التداول اليومي لكل من شهامة وصرح، نجد أن شهامة سجلت أعلى نسبة وصلت إلى 89% من متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقابل 2,9% لصكوك صرح.

3- مقارنة معدل أيام التداول والتداول اليومي بين قطاع الصكوك الحكومية والأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

بلغ معدل أيام التداول لقطاع الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2010م (8 أيام) من أصل 251 يوماً، أي بنسبة 3% من إجمالي أيام التداول في السوق، وبمقارنته مع معدل أيام التداول في قطاع الصكوك الحكومية (شهادة وصرح) والذي بلغ 84 يوماً (متوسط أيام التداول في الصكوك الحكومية بالسوق خلال العام 2010م)، فإنه يمثل ما نسبته 33% من إجمالي أيام التداول في السوق خلال عام 2010م، وبذلك نجد أن معدل أيام التداول في قطاع الصكوك الحكومية (صكوك شهادة وصرح) أعلى منه في قطاع الأسهم بفارق 76 يوماً ومن أصل 251 يوماً إجمالي عدد أيام التداول في السوق خلال عام 2010م.

وعليه نستنتج أن أغلب أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام 2010م كان على الصكوك الحكومية بشكل عام، وصكوك المشاركة الحكومية (شهادة) بشكل خاص.

أما من حيث معدل قيمة التداول اليومي، فقد سجل قطاع الأسهم ما قيمته 729 ألف جنيه سوداني، أي بنسبة 7,55% من متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 2010م.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها حول معدل أيام التداول والتداول اليومي لقطاع الصكوك الحكومية وبمقارنتها مع قطاع الأسهم نستنتج أن حركة التداول في أغلب أيام التداول كانت صوب قطاع الصكوك الحكومية، كما أن متوسط قيمة التداول اليومي له أعلى بكثير مقارنة مع قطاع الأسهم.

وبذلك توصلنا أن الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية تتمتع بقدرة تسهيل عالية، نظراً لتوافر أوامر الشراء والبيع (التداول) بمعدل يومي أعلى مقارنة بقطاع الأسهم، وبالتالي فإن حاملها أقل عرضة لمخاطر السيولة الناتجة في أغلب الأحيان (من جهة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية) عن قلة تداولها، وبالنظر كذلك إلى الأوراق المالية العشرة الأولى من حيث عدد العقود المنفذة في عام 2010م، نجد أن صكوك إصدارات شهادة تحتل المراتب الثلاثة الأولى من حيث عدد العقود المنفذة، تليها أسهم مجموعة سوداتل للاتصالات في المرتبة الرابعة، وترجع صكوك شهادة لتحتل المراتب الستة المتبقية¹.

المطلب الرابع: أثر الأزمة المالية العالمية 2008م على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

الناظر إلى نتائج الأزمة المالية العالمية 2008م على الاقتصاد العالمي يلحظ بوضوح أن نهاية العام 2008م شهدت انفجار الأوضاع وظهور هذه الأزمة على سطح الأحداث العالمية، غير أنها ليست وليدة نهايات العام 2008م، بل كانت نتيجة اعتماد الاقتصاد العالمي وخاصة الدول المتقدمة على نظام المشتقات المالية الذي يقوم على أصول غير حقيقية، نتاج ما يعرف بالهندسة المالية (التقليدية)، ونتيجة للتقلبات المستمرة لأسعار هذه الأصول في البورصات العالمية خلال العقد الأخير، ظهرت هذه الأزمة في هذا التوقيت، وقد تناولنا بشيء من التفصيل في الجانب النظري من هذه الدراسة حول تأثير تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م على سوق الصكوك الإسلامية بشكل عام، ولكن لم نتطرق لنفاصل تأثيرها على قطاع الصكوك الحكومية السودانية، لذلك نحاول من خلال هذا المطلب التعرض إلى أثر الأزمة المالية العالمية 2008م على الصكوك الحكومية السودانية بمقارنتها مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية، ومعدل

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: التقرير السنوي 2010م، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 58

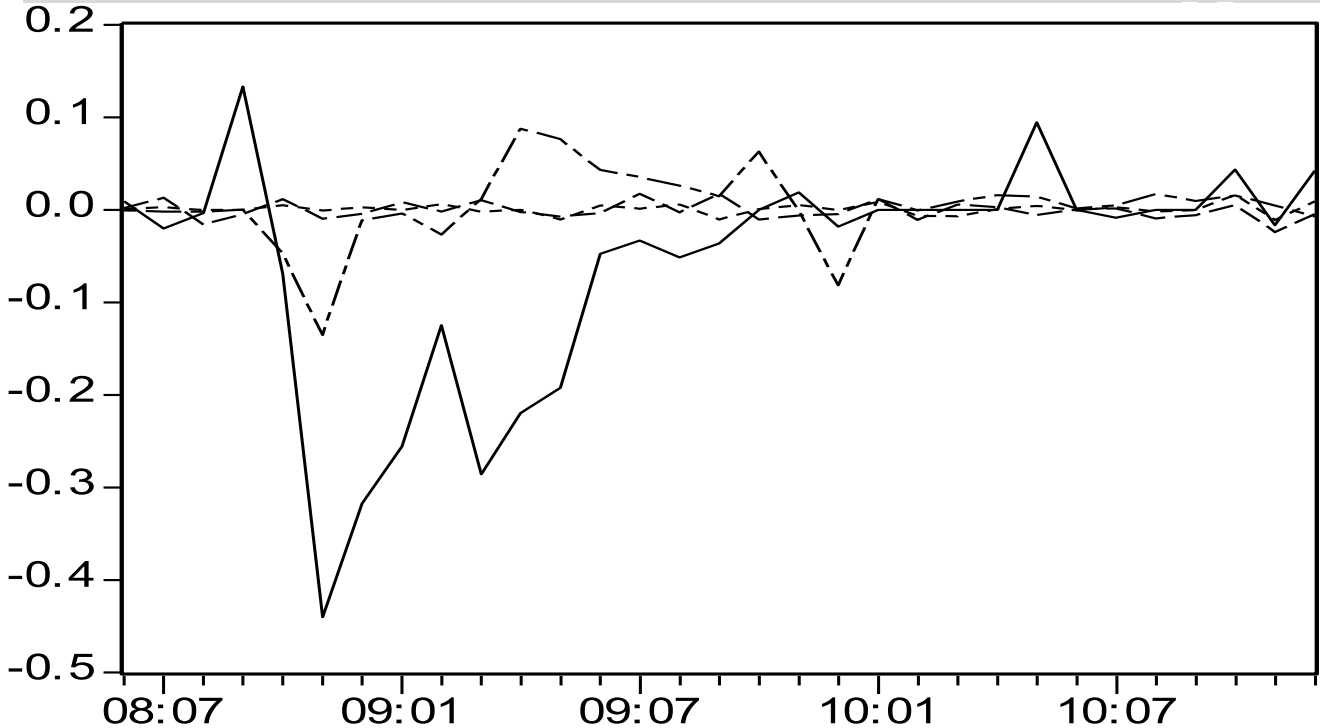
الفائدة لبيور باعتباره العائد الفرصي للمستثمر في الاقتصاد التقليدي، والسعر المرجعي لحساب معدل العائد على السندات معومة الفائدة خاصة منها أدونات الخزانة (T.Bill) والسندات الحكومية نظيرة الصكوك الحكومية في الاقتصاد الإسلامي، وذلك من خلال القيام بتحليل إحصائي لمردودية الأدوات الثلاثة (الصكوك الحكومية السودانية الممثلة في صكوك شهامة وصرح، والمؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك الإسلامية، ومعدل الفائدة لبيور) خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008م الممتدة ما بين (جويلية 2008 وديسمبر 2010م)، والمبين في الجدول رقم (9،3) والشكل رقم (8،3) أدناه.

الجدول رقم(9،3): الإحصائيات الوصفية لبيانات الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين (2008/06 و2010/12)

	معدل الفائدة لبيور	صكوك صرح	صكوك شهامة	المؤشر العالمي للصكوك
Mean	0.058118-	0.000559	0.001037-	0.004450
Median	0.008621-	0.000393	0.003059-	0.004614
Maximum	0.132959	0.015862	0.017184	0.087279
Minimum	0.440497-	0.011363-	0.023959-	0.135506-
Std. Dev.	0.126781	0.005837	0.009548	0.040945
Observations	31	31	31	31

المصدر: من إعداد الباحثة وبالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

الشكل رقم (8، 3): مردودية صكوك شهامة وصرح والمؤشر العالمي للصكوك ومعدل الفائدة لبيور أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م



صكوك صرح

صكوك شهامة

معدل الفائدة لبيور

المؤشر العالمي للصكوك

المصدر: من إعداد الباحثة وبالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

يبرز من الشكل رقم (3، 8) أعلاه أن أثر الأزمة المالية العالمية 2008م كان واضحاً على سعر الفائدة لبيور والمؤشر العالمي للصكوك (داوجونز سيتي جروب) خاصة في نهاية العام 2008م - إنطلاقاً من سبتمبر 2008م - وبداية العام 2009م، مقارنة مع الصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح) والتي أظهرت استقراراً واضحاً في مردوديتها أثناء فترة تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث نلاحظ التراجع الحاد في معدل الفائدة لبيور وتبعه (وفي نفس الفترة) تراجعاً في مردودية مؤشر السوق العالمي للصكوك (داوجونز سيتي جروب) نظراً لاتخاذ معظم الإصدارات المدرجة فيه معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في حساب عوائدها، ولكن تراجع هذا المؤشر كان أقل حدة من معدل الفائدة لبيور، في حين لم يشهد قطاع الصكوك الحكومية (شهامه وصرح) أي تراجع يلحظ أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م، ويبرز من الجدول (3، 9) في الأعلى أن الصكوك الحكومية السودانية تتميز بمخاطر أقل مقارنة مع الصكوك العالمية المعبر عنها بالمؤشر العالمي للصكوك الإسلامية والسندات الحكومية المعبر عنها بمعدل الفائدة لبيور أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م، وذلك استناداً إلى مؤشر تذبذب المردودية المعبر عنه بالانحراف المعياري (std.Dev)، ويلاحظ كذلك أن الصكوك الحكومية تتميز بمتوسط مردودية أكبر (0,005) و(-0,001) لكل من صكوك صرح وشهامه على التوالي مقارنة بمعدل الفائدة لبيور العائد على السندات التقليدية الحكومية البالغ بها (-0,058) أثناء الأزمة المالية العالمية (2008م).

وبناءً على النتائج المتحصل عليها نستنتج، أن قطاع الصكوك الحكومية السودانية لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية والدليل على ذلك استقرار عوائده ولما تتراجع، كما لم يشهد السودان أي إخفاق أو تعثر في إصداراته للصكوك الحكومية، وهي الأزمة التي عانت منها بعض إصدارات الصكوك الإسلامية كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، ونرجع ذلك لإتباع المحكم للنظام الإسلامي في المعاملات، وكذلك الحظر الاقتصادي المقرر على البلاد.

المطلب الخامس: تحديد مخاطر أخرى للصكوك الحكومية السودانية

هناك مخاطر تم رصدها، قد يتعرض لها حملة الصكوك الحكومية، من أهمها:

أولاً- المخاطر السياسية: يتسم المشهد السياسي في السودان بعدم الاستقرار في الآونة الأخيرة، سواءً على المستوى الداخلي (بين الأحزاب السياسية للدولة) أو على المستوى الخارجي مع دولة الجنوب بعد انفصالها عن الشمال، هذه التوترات السياسية والأمنية من شأنها أن تولد مخاوف لدى الكثير من المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في الصكوك الحكومية السودانية، جراء الوضع السياسي الذي قد ينتج عنه وفي أي وقت إنهاء على المستوى الأمني والاقتصادي وغياب سيادة الحكم نتيجة الصراعات والحروب الأهلية، وبالتالي تصبح الحكومة غير قادرة على الإيفاء بالتزاماتها التعاقدية تجاه حملة الصكوك الحكومية، هذه المخاوف يتصورها ويضعها في الحسبان أي مستثمر أجنبي يرغب بالإستثمار في السودان، لذلك نرى أن الوضع السياسي الراهن للسودان يعتبر أحد أهم العوامل غير المحفزة للإستثمار فيه.

ثانياً- مخاطر الثقة: تعاني الصكوك الحكومية السودانية في المدة الأخيرة من هذا النوع من المخاطر، حيث يشكك البعض ومن داخل السودان في شرعيتها من عدة نواحي، منها أن العوائد الموزعة على حملة الصكوك الحكومية لا يتم سدادها من إيرادات موجودات الصكوك، وإنما تعتبر ديون نقدية على الحكومة تقوم بسدادها من مصادر أخرى، كالضرائب والزكاة والإستدانة وغيرها، والتشكيك في ملكية حملة الصكوك لموجودات الصندوق الذي أنشئ لإصدارات تلك الصكوك على أنها وهمية وغير حقيقية، وكذا عدم وضوح طبيعة التعاقد في آلية الصكوك، وأن طريقة حساب العائد الدوري تتم بالإسترشاد بمعدل الفائدة لبيور (LIBOR). هذه الشكوك من شأنها أن تؤدي بالصكوك الحكومية السودانية إلى مساواتها بالسندات التقليدية، وبالتالي أداة مالية غير متوافقة مع الشريعة، على عكس مما جاءت عليه.

وبمناسبة إثارة نقطة ربط العوائد الدورية للصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة لبيور (LIBOR)، كما هو الحال بالنسبة للعديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية، سعيًا منها للتقريب بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية، حتى تلقى هذه الأخيرة قبولًا في الأسواق العالمية، حاولنا دراسة العلاقة بين معدل الفائدة لبيور والعوائد على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية (صكوك شهامة وصرح)، ولتأكد من مدى ارتباط وتأثر العائد على الصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة لبيور، انطلقنا من الفرضية الآتية:

H_0 : تتخذ الصكوك الحكومية السودانية معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها (وذلك بوجود علاقة طردية بينهما).

لإختبار هاته الفرضية تم استخدام تحليل الإنحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين معدل الفائدة لبيور ومردودية الصكوك الحكومية السودانية، كما هو موضح في الجدول رقم (3، 10) أدناه.

الجدول رقم (3، 10): تحديد العلاقة بين سعر الفائدة لبيور وعوائد الصكوك الحكومية السودانية

معامل الإنحدار (β)	مستوى الدلالة Sig *	معامل الارتباط	إسم الصك
-0,0005	0,703	0,046	شهامة
0,0039	0,481	-0,088	صرح

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

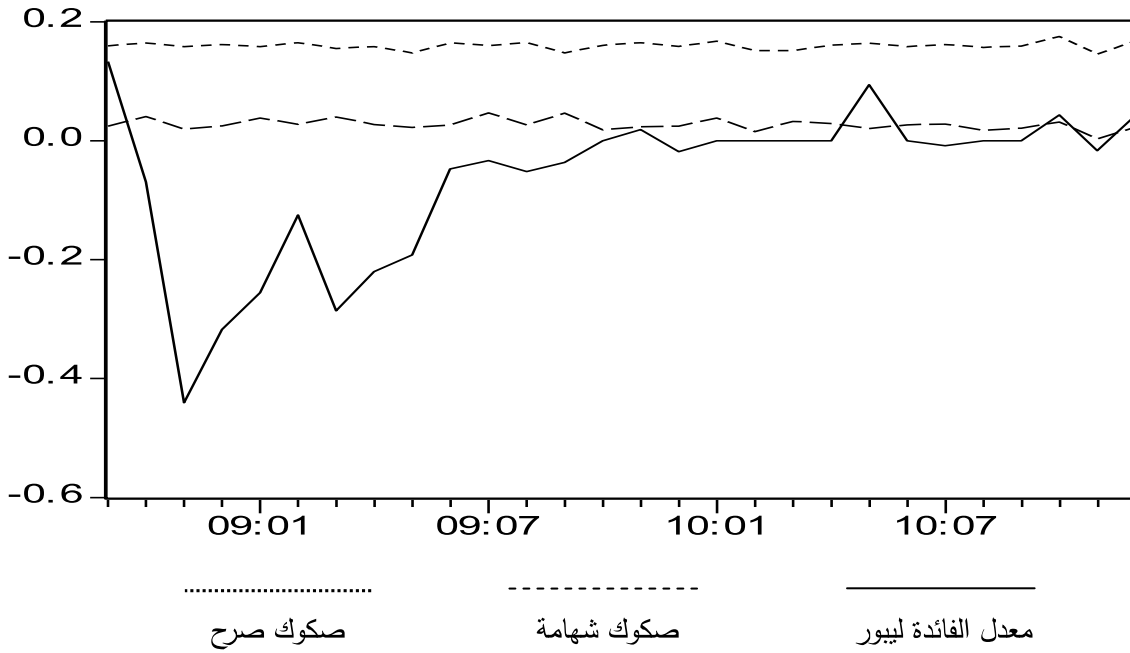
المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على بيانات الدراسة وإستخدام برنامج Sps و Eviwes

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين التغير في سعر الفائدة لبيور والتغير في عوائد الصكوك الحكومية (شهامة وصرح) لأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية لكل من صكوك (شهامة) و(صرح) والتي تساوي (sig=0,481 ، sig=0,703) على التوالي أكبر من (0,05 مستوى الدلالة)، وبالتالي لا يتخذ معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائد صكوك شهامة وصرح، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية الأولى وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة (لا تتخذ الصكوك الحكومية السودانية معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها).

وبالنظر إلى أرض الواقع، وبالضبط أثناء فترة تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م، وكما هو موضح في الشكل رقم(3،9)، يلاحظ الإستقرار الواضح في عوائد الصكوك الحكومية السودانية (شهامة وصرح) وإرتفاعها مقارنة مع معدل الفائدة لبيور الذي شهد تراجعًا حادًا، كما تعد السودان الدولة العربية الوحيدة التي لم تتأثر قيمة إصداراتها بالأزمة العالمية 2008م.

وبناء على النتائج المتحصّل عليها، نستطيع القول أن الصكوك الحكومية السودانية لا تسترشد بمعدل الفائدة لبيور (كسعر مرجعي) في تحديد عوائدها، إحدى أهم العوامل التي ساهمت في إستقرار عوائد وقيمة إصداراتها أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م، على عكس واقع العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية منها.

الشكل رقم (3، 9): معدل العائد لكل من صكوك شهامة وصرح ومعدل الفائدة لبيور أثناء الأزمة المالية العالمية 2008م



المصدر: من إعداد الباحثة وبالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews

المبحث الرابع: محاولة لتحديد الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

نحاول من خلال هذا المبحث رصد لأهم آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية الموجودة في السودان، بالإعتماد على قانون صكوك التمويل 1995م، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ونشرات الإكتتاب (الإصدار) للصكوك الحكومية السودانية، وفي حدود بحثنا وإطلاعنا وفقنا على الآليات التالية، والتي من الممكن تساهم في إدارة مخاطر الصكوك، منها ما يلي:

المطلب الأول: دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك الحكومية السودانية

تبنى بنك السودان المركزي النظام المصرفي الإسلامي منذ ثمانينات القرن الماضي، ولما كانت معظم الدول والمصارف المركزية تستخدم النظام المصرفي التقليدي، فإن بنك السودان المركزي لم يجد إرثاً عملياً ممارساً يعتمد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في المصارف التي تقوم على مجموعة من المبادئ والأخلاق، واعتمدت بشكل أساسي على تحريم الربا، ومنع الإستغلال والغرر والتدليس، ونفي الجهالة، كما إعتد تحقيق الأرباح في الشريعة الإسلامية على العمليات الإنتاجية الحقيقية المبنية على الأصول الحقيقية مراعيّاً في ذلك المبادئ والقيم السلوكية للفرد المسلم.

ونسبة لذلك، فقد إستطاع بنك السودان المركزي وبالتعاون والتنسيق التام مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية أن يبتكر تلك الصكوك (شمم وشهامة وشهاب وصرح)، المعتمدة على القواعد الشرعية الإسلامية، وذلك لإدارة السيولة في الإقتصاد وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة وعمليات التنمية دون خلق ضغوط تضخمية، وفي سبيل تطبيق النظام الإسلامي وتحقيق الرقابة عليه فإن بنك السودان عمل على إنشاء أذرع لمساعدته في تنفيذ النظام المصرفي الإسلامي، فعمل على إنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية، وكذلك عمل على إنشاء الإدارات المتخصصة لإجراء عمليات الرقابة والتفتيش، كما أصدر المعايير الإسلامية المحاسبية والرقابية الملزمة لتطبيقها في المؤسسات المالية السودانية، وسنحاول من خلال ما يلي التطرق إلى دور الهيئات الرقابية في الضبط الشرعي لهذه الصكوك.

أولاً- الإطار العام لهيئات الرقابة الشرعية ودورها في الضبط الشرعي:

تعرف الرقابة الشرعية بأنها فحص واختبار مدى إلتزام المؤسسة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، و يشمل ذلك فحص العقود والإتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات والقوائم المالية والتقارير، ووفقاً لهذا يحق لهيئة الرقابة الشرعية الإطلاع على كافة الأعمال والمستندات والدفاتر والسجلات والمعاملات التي أجرتها المؤسسة المالية الإسلامية للتوصل إلى مدى إلتزامها مع الأحكام الشرعية، لذلك نُص في القوانين والمنشورات الصادرة عن الهيئة العليا للرقابة الشرعية الشرعية بالسودان عبر بنك السودان المركزي على أن يكون لكل مصرف إسلامي هيئة للرقابة الشرعية، تتعاون مع إدارات وأجهزة المصرف لأداء المهمة المذكورة أعلاه.

1- الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان:

أنشأ بنك السودان المركزي الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المصرفية، كأول هيئة رقابة شرعية عليا في العالم الإسلامي، ويهدف البنك المركزي من وراء ذلك إلى تكامل الجهود بينه وبين هيئة الرقابة الشرعية إلى تطوير العمل المصرفي.

وهي هيئة مستقلة في أدائها للمهام الموكلة إليها، ولكنها تعمل بالتنسيق والتعاون مع بنك السودان المركزي، كما أن إدارات البنك المتخصصة هي الذراع التنفيذي الفعال لإنزال فتاوى الهيئة وقراراتها إلى واقع التنفيذ العملي. قد تم تكوين الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان في العام 1992م، كهيئة متخصصة تهدف إلى مراقبة ومتابعة مدى إلتزام المصارف والمؤسسات المالية بما فيها بنك السودان المركزي بتطبيق بتطبيق الصيغ الإسلامية في المعاملات وإصدار الفتاوى والأحكام فيما يعرض عليها من مشاكل، كما أنه مناط بها الإجتهد لإستنباط صيغ وأدوات مالية إسلامية لتلبية حاجات المجتمع في التمويل.

وفي إطار الأهداف المنوط بالهيئة القيام بها، فقد أصدرت الهيئة عبر بنك السودان المركزي العديد من الفتاوى والمنشورات والتوجيهات، التي تهدف إلى ضمان شرعية التعامل بالصيغ والأدوات المالية الإسلامية، ومن ذلك:

1. النص على أن تكون لكل مصرف أو مؤسسة مالية هيئة رقابة شرعية.
2. تحويل إدارات الرقابة المصرفية بعد التأهيل والتدريب إلى مراجعة عمل المصارف من الناحية الشرعية مع الهيئة العليا.
3. تخويل إدارة المصارف للتفتيش والمراجعة من خلال سلطة مراجعة الأعمال من الناحية الشرعية بالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية في كل مصرف.
4. ضرورة تعيين مراقب شرعي في كل مصرف.
5. إصدار منشورات ملزمة للمصارف بالإلتزام بتطبيق الإجراءات الواردة في المرشد الفقهي الصادرة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية.
6. منع التعامل بالصيغ التي لم ترد فيها فتوى واضحة وصريحة من الهيئة.
7. الإلتزام بالصيغ الصادرة من الهيئة لممارسة العمل المصرفي.

2- المعايير المحاسبية الإسلامية:

يعتبر بنك السودان المركزي من البنوك المركزية الإسلامية المؤسسة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (بالبحرين) وأول البنوك المركزية إلتزاماً بمعاييرها، حيث أصدر بنك السودان المركزي هذه المعايير في منشورات، وألزم المصارف بتطبيقها ويهدف من إصدار وتطبيق هذه المعايير إلى تزويد المصارف

والمؤسسات المالية بمرشد تعينها في تطبيق النشاط المصرفي وفق أحكام الشريعة، ويعتمد البنك على هذه المعايير في تنفيذ عمليات الرقابة.

3- المعايير الرقابية الإسلامية:

كذلك كان للبنك المركزي دوراً فاعلاً ورئسياً في إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية (بماليزيا). ويعتبر بنك السودان المركزي من أوائل البنوك المركزية التي ألتزمت بتطبيق معايير هذا المجلس بل وإلزام جميع البنوك السودانية للعمل بها وتطبيقها، وقد عمل بنك السودان المركزي على إنشاء وحدة خاصة بالمعايير الإسلامية كما أصدر المنشورات الملزمة للمصارف بتطبيق معايير المجلس ومن ذلك: معيار كفاية رأس المال، موجبات إدارة المخاطر، منشورات تطبيق معيار الضبط المؤسسي، متطلبات الشفافية الإفصاح.

4- المعايير الأخلاقية:

يعتمد البنك المركزي على وسيلة الإقناع الأدبي للمصارف في تطبيق الصيغ والمعاملات الإسلامية مستنداً في ذلك إلى النواحي العفائية والسلوكية التي نصت عليها الشريعة الإسلامية، والتي يلتزم بها المسلمون مثل عدم الإستغلال، ومنع الإحتكار من منطلق التوجيه النبوي الكريم بأن (تحب لأخيك ما تحب لنفسك)، كما يسعى إلى إستغلال الجانب الروحي لدى المسلمين لخدمة أهداف لمجتمع.

ثانياً- آليات الرقابة (المراقب الشرعي- المفتش المصرفي):

في سبيل ترسيخ دعائم التجربة المصرفية الإسلامية عمل بنك السودان المركزي على إصدار اللوائح والمنشورات والتوجيهات والمعايير الحاكمة والمنظمة للعمل المصرفي، وفي سبيل تحقيق الإلتزام بتطبيق هذه المعايير واللوائح والتوجيهات عمل البنك كذلك على تطوير آليات وأساليب الرقابة المصرفية والشريعة للعمليات، وذلك في سعي منه لتحقيق وضمان سلامة وإستقرار النظام المصرفي، ويمارس بنك السودان أنماطاً متعددة من الرقابة منها المباشر مثل التفتيش الميداني بشقيه المصرفي والشرعي، عبر المفتشين الميدانيين المتخصصين في مجالات العمل المصرفي والتفتيش الشرعي، إضافة إلى ذلك فقد ألزم البنك المصارف بتعيين أحد علماء الإقتصاد والشريعة ليكون مراقباً شرعياً للمصرف، وعمل بنك السودان عبر ذراعه المتخصص للتدريب (أكاديمية السودان للعلوم المالية والمصرفية) على تأهيل هؤلاء المفتشين وتسلحهم بالخبرة والعلوم المصرفية والشريعة، وهناك الرقابة غير المباشرة التي تتم عبر الرواجع الإلكترونية التي تصل للبنك المركزي من المصارف والمؤسسات المالية.

ثالثاً- الضبط والرقابة الشرعية على الصكوك:

كما تم ذكره سابقاً، فإن بنك السودان المركزي وفي سبيل إدارته للسياسة النقدية والسيولة في الإقتصاد، قام وبالتعاون والتنسيق التام مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية إلى إبتكار وإستحداث الصكوك كأدوات وآليات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية للإقتصاد، والتي يتم طرحها عبر شركة السودان للخدمات المالية والتي أنشأها بنك السودان لهذا الغرض.

1- دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية في الضبط الشرعي لهذه الصكوك:

تلعب الهيئة العليا للرقابة الشرعية دوراً رئيسياً وأساسياً في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان، ولا يتم إصدار الصكوك والشهادات وطرحها إلا بعد إعتقاد الهيئة لها وإجازتها بعد عدة قراءات ومناقشات ومراجعات، ويبدأ دور الهيئة منذ التفكير في إصدار الورقة المالية مروراً بدراستها وتصنيفها الشرعي، وتكييفها تحت أحد العقود الإسلامية المعروفة (مثل المشاركة أو الإجارة...إلخ)، ولا يقتصر دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية على هذا فحسب وإنما تراجع نشرة الإصدار الوافية والمفصلة إظهاراً لحجم المخاطر ومؤشرات الجدوى الفنية والإدارية والجهات

المحايدة لمراعاة حقوق حاملي الصكوك، كما ان لها دوراً هاماً في عمليات التصفية عقب إنتهاء الأجل. وعموماً فإن الصكوك والإصدارات المالية الإسلامية لا تصدر إلا بعد الدراسة الوافية والإقرار من الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالمصرف والمؤسسات المالية الأخرى، كما أن صكوك الدولة والبنك المركزي لا تصدر أيضاً إلا بعد إستكمال شروط المراجعة، والمراقبة من قبل الهيئة العليا للرقابة الشرعية، أضف إلى ذلك أن الشركة التي تتولى إصدار الصكوك والأوراق المالية كوكيل عن الدولة (شركة الخدمات المالية) لديها هيئة رقابة شرعية تراجع الصكوك والأوراق المالية قبل صدورهما، حيث تتضمن مرحلة ما قبل الإصدار مناقشة المنتج وهيكله المقترح وجدواه الفنية ومتطلباته الشرعية، وذلك على مستوى هيئة الرقابة الشرعية لشركة السودان للخدمات المالية (وكيل الإصدارات الحكومية)، بالتعاون مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية واللجنة الإستشارية العليا للصكوك بوزارة المالية (تضم في عضويتها سوق الخرطوم للأوراق المالية).

وعلى هذا فإن عملية إصدار الصكوك والأوراق المالية الإسلامية تخضع لرقابة قبلية وفي أثناء التنفيذ ومن بعده، كما أن الصك لا يصدر إلا بعد إعداد نشرة وافية للإصدار وبها إقرار من الهيئة الشرعية للجهة المصدرة. وتحرص هيئات الرقابة الشرعية على موافقة الإصدارات مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تحرص على أن تكون العقود واضحة وغير مبنية على غرر أو جهالة أو غش، وما لم تتوفر هذه الصفات في الصكوك فإنها تنتقل مباشرة إلى سندات ربوية غير إسلامية. ووفقاً لهذا الدور الهام للهيئة العليا للرقابة الشرعية فإن قانون إنشائها قد نص على أن يكون أعضاؤها من علماء الشريعة الإسلامية الذين لهم إمام كاف بفقه المعاملات- بالإضافة إلى مستشارين إقتصاديين، ولا شك أن تكوين الهيئة ومؤهلات أعضائها يؤثر كثيراً على أنواع الصكوك والأوراق المالية المصدرة بواسطتها، بمعنى أن هذه الصكوك تكتسب قوتها من قوة وكفاءة مؤهلات الهيئة المصدرة لها.

كما أن هناك لجنة لإصدارات صكوك التمويل الإسلامي، تسمى باللجنة الإستشارية العليا للصكوك تكونت وفقاً لقرار من وزارة المالية والإقتصاد الوطني الصادر في 14 أكتوبر 2002م، من أهدافها العمل على المراجعة والمراقبة للإصدارات والمحافظة التمويلية والصناديق من الناحية الفقهية من خلال ملاحظة التوافق الشرعي في عمليات الدولة المالية وفقاً للفتاوى الصادرة في الموضوع، تتألف اللجنة من خبراء وأكاديميين وممثلين للجهات التالية: وزارة المالية والإقتصاد الوطني، بنك السودان، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وبعض الجامعات السودانية¹.

بالإضافة إلى ذلك تخضع الصكوك الحكومية السودانية عند إدراجها في سوق الخرطوم للأوراق المالية للرقابة الشرعية الداخلية من قبل هيئة مختصة في ذلك، تتشكل من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إمام بالمعاملات المالية، تختص بالرقابة على أعمال السوق والأدوات المالية المتداولة فيه، للتأكد من مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك وفقاً لما ورد في المادتين (5) و(15) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م.

وعليه نرى أن حكومة السودان في إصداراتها للصكوك الإسلامية، قد تجاوزت سلبيات وتحديات يعاني منها سوق الصكوك الإسلامية في معظم الدول المصدرة لهاته الأداة الإسلامية، وعلى رأسها التشريعات الشرعية والقانونية، حيث أنه من غير الممكن القيام بالرقابة والإشراف على إصدار وتملك وتداول الصكوك بدون توفر بنية أساسية مناسبة تضمن من

¹ صابر محمد الحسن، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى- تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك، ورقة بحث مقدمة إلى "ندوة البركة الحادية والثلاثون للإقتصاد الإسلامي"، جدة للمملكة العربية السعودية، المنعقد يومي: الأربعاء و الخميس 07-08 رمضان 1431هـ الموافق 18-19 أغسطس 2010م، ص ص 128-138

ناحية سهولة إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة، ومن ناحية أخرى تحقق قدرة السلطات الرقابية على التعامل مع ما قد يتصل بها من إنحرافات، وقائياً وعلاجياً.

لذلك تعد تجربة السودان في مجال الصكوك الإسلامية أنها قد نضجت بذاتها، وسبقت هذه التجربة تشريعات قانونية وشرعية تشكل خارطة الطريق للصيرفة الإسلامية في السودان، وبهذا تجاوزت السودان المخاطر والتحديات القانونية والشرعية التي يعاني منها سوق الصكوك، حيث إعتدت الصكوك السودانية على قانوني سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م وقانون صكوك التمويل لسنة 1995م، وعزز ذلك بوجود رقابة شرعية موحدة تتابع مراحل الإصدار والتداول بالتفصيل، وإن من عوامل نجاح الأدوات المالية الإسلامية هي إتباعها لأحكام الشريعة الإسلامية، والتي تجعل المخاطر في حدودها الدنيا.

ونحاول من خلال ما يلي إعطاء نظرة حول السمات العامة لقانوني سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م وقانون صكوك التمويل لسنة 1995م.

1- السمات العامة لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية 1994م:

قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م، هو القانون المنظم لنشاط عمليات السوق المالية في السودان، وقد وردت نصوصه في 74 مادة، من خلال تسعة فصول نظمت جوانب عمل السوق المختلفة. من ملامح القانون، تحديد أغراضه وعضويه وإدارة السوق وكيفية تشكيلها، وبيان لمصاريف الإدراج والمتطلبات المالية والمحاسبية للمؤسسات المدرجة، وضرورة شرعية الأدوات المتداولة، وتنظيم السوق الأولية (الإصدار) والثانوية (التداول)، كذلك نظم القانون تنظيم عمل شركات الوكالة والترويج للإكتتاب العامة، والمراقبة والشفافية والإفصاح وغيرها من جوانب عمل السوق، وبيّن القانون تنظيم عمل لجنة المحاسبة وكيفية تشكيلها وتحديد صلاحياتها وإختصاصاتها والمهام الموكلة إليها¹.

2- السمات العامة لقانون صكوك التمويل لسنة 1995م:

أصدر القانون في العام 1995م، لتنظيم إصدارات الصكوك للقطاعين الخاص والعام وتقع نصوصه في 23 مادة من خلال أربعة (04) فصول.

نظم القانون صكوك المضاربة حيث أوضح أنها تستخدم في مشروعات إستثمارية في كافة مجالات التنمية الزراعية والصناعية والطاقة والتعدين والخدمات وفي التجارة الداخلية والخارجية وفي أسواق الأوراق المالية والنقد والسلع وغير ذلك من وجوه الاستثمار، وتصدرها عدة جهات هي: الحكومة الإتحادية وحكومات الولايات، المجالس المحلية المنشأة وفقاً لأحكام وقانون الحكم المحلي لسنة 2003م، والهيئات والمؤسسات العامة المنشأة بقانون شركات المساهمة العامة وأية جهة أخرى يوافق لها مجلس الوزراء بناء على توصية الوزير.

- نظم القانون شروط إصدار وتداول وإدارة صكوك المضاربة (وعرف الصك على أنه حصة شائعة في المشروع الذي أصدر لإنشائه أو تمويله وتستمر هذه الملكية طيلة عمر المشروع من بدايته إلى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والالتزامات والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع ورهن وارث وغيرها)، ويلاحظ من خلال هذا القانون أنه لم يغفل عن تحديد الشروط الشرعية لتداول صكوك المضاربة.

- كذلك نظم القانون الإكتتاب وكيفية دفع قيمته والحالات التي ينقص أو يزيد فيها حجم الإكتتاب عن المخطط.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م

- بالإضافة إلى صكوك المضاربة يجوز تمويل المشاريع الاستثمارية بكل أنواع صكوك الاستثمار وتتبع-كلما كان ذلك ممكناً- ذات الخطوات المبينة في صكوك المضاربة عند إصدار صكوك الاستثمار الأخرى.

- بالإضافة إلى ذلك نظم القانون شروط إصدار الصكوك الإجتماعية (صكوك القرض والصكوك الخيرية) وبيّن الجهة الضامنة لهذه الصكوك كما بيّن قابلية صكوك القرض للتحويل إلى أسهم.

- كما نظم هذا القانون تشكيلة والمهام الموكلة للجنة* وهيئة الرقابة الشرعية، حيث تقوم هذه الأخيرة والمنصوص عليها في المادة (15) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 مع اللجنة ببيان الأحكام الفقهية وإعداد الشروط الخاصة بإصدار هذه الصكوك.

- كذلك بين القانون ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار، وتضمن الفصل الرابع والأخير من هذا القانون أحكام عامة تضم كل ما يتعلق بتسبيقات في الأرباح وكيفية تسويتها، والامتيازات الممنوحة لصكوك التمويل منها الإعفاء الضريبي على الأرباح وتعيين ديوان المراجعة العامة لمراجعات وتوضيح المركز المالي لمشروع الصكوك، كما بين العقوبات في حالة مخالفة أحكام هذا القانون أو اللوائح الصادرة بموجبه وشروط تشكيل الإحتياطي لإدارة مخاطر الصكوك¹.

هذه بإختصار السمات العامة لإطار القانون الذي يحكم عمليات إصدار الصكوك، وعليه يمكن إستخلاص المرتكزات القانونية لإصدار الصكوك الحكومية في السودان فيما يلي:

- ✓ إنشاء شركة ذات غرض خاص SPV، وتتمثل في شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، تم إنشاؤها كشراكة بين بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني خصيصاً لإصدار وإدارة صكوك الاستثمار السودانية الحكومية وتسويقها مباشرة أو عن طريق شركات الوساطة العاملة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- ✓ المصادقة (إجازة) الإصدار من قبل الهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية.
- ✓ تكوين لجنة تنظيم إصدارات الصكوك المنشأة وفقاً لقانون صكوك التمويل 1995م.
- ✓ الإدراج في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- ✓ تطبيق معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- ✓ إعداد نشرات إصدار الصكوك.

المطلب الثاني: آليات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

هناك طرق أخرى تتم من خلالها الوقاية من مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان، تم إستنباطها من نشرات إصدار الصكوك الحكومية لكل من شهامة وصرح، وقانون صكوك التمويل 1995م، وبعض هذه الآليات تتمثل في:

أولاً- التنوع: يعتبر التنوع آلية من آليات إدارة مخاطر الصكوك-كما تم ذكره سابقاً-، ومن خلال دراسة حالة الصكوك الحكومية السودانية، نجد أن هذا المبدأ الإستثماري كامناً في هيكليّة بعض الإصدارات، منها شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، حيث نجد أن تكوين الصندوق الذي تستند عليه إصدارات الصكوك يتسم بالتنوع، فهو يضم أصولاً حقيقية لعدة شركات في قطاعات إقتصادية مختلفة، وينسب مقاربة لأهم الشركات ذات الربحية العالية الناتجة من الإدارة المتميزة، هذا

* هي لجنة تنظيم إصدارات الصكوك وتتكون من النائب الأول لمحافظة بنك السودان رئيساً وعضوية كل من ممثل من وزارة المالية وممثل النائب العام (وزارة العدل) ورئيس اتحاد المصارف السودانية ومدير سوق الخرطوم للأوراق المالية وشخصان يمثلان القطاع الخاص يختارهما اتحاد أصحاب العمل بموافقة الوزير وتختص اللجنة بالآتي: دراسة نشرة الإصدار ورفع توصيات بشأنها للوزير، ووضع لائحة داخلية لتنظيم إجراءات إجتماعاتها وكيفية إصدار قراراتها وأي إختصاصات أخرى ينص عليها في هذا القانون

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: قانون صكوك التمويل 1995م، السودان

التنوع القطاعي والذي تتميز به هيكلية هذه الشهادات من شأنه أن يقلل المخاطر الاستثمارية، ذلك أنه من غير المحتمل أن تتخفف إنتاجية كل الشركات في مختلف القطاعات الإقتصادية وفي وقت واحد.

ثانياً- الإحتياطات: يعد تكوين الإحتياطات إحدى آليات إدارة مخاطر الإستثمار بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، وأجازها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة المنعقدة في فيفري 1988م بجدة¹. وقد تعرض لها قانون صكوك التمويل 1995م السوداني في فصله الرابع (أحكام عامة في البند 19 تحت عنوان إحتياطي المخاطر)، وتضمن ما يلي:

- 1 لا يجوز للجهة المصدرة أن تقتطع جزءاً من الربح إلا بإذن مسبق من أرباب الأموال لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال على ألا يشمل ذلك المخاطر الناتجة عن الإهمال والتقصير من المضارب.
 - 2 يجوز للجهات المصدرة أن تتكافل وتتعاون فيمل بينها ومع غيرها لإنشاء صندوق لجبر المخاطر التي يتعرضون لها، ويجوز للجنة الواحدة أن تنشئ صندوقاً من إصداراتها المختلفة على سبيل التبرع والتكافل².
- إلا أنه يلاحظ في نشرات إصدار الصكوك الحكومية السودانية وفي الموقع الإلكتروني لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة حول منتجاتها المالية (شمم، شهامة، شهاب وصرح)، لا يوجد ذكر لهذه الآلية لإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها إصدارات الصكوك، رغم أن قانون صكوك التمويل 1995م أشار لها.

ثالثاً- الضمان:

يعتبر الضمان إحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهم عوامل نجاح عملية تسويقها وبيعها في أسواق رأس المال، ومن خلال الإطلاع على قانون صكوك التمويل 1995م، ونشرة إصدار صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، نجد أن الضمان هو الآلية الوحيدة من بين آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، التي إعتد عليها من خلال ذكرها في نشرات الإصدار.

وقد تضمنت المادة رقم (05) من نشرة إصدار شهادات (شهامة) تحت عنوان: ضمان بنك السودان والوفاء بالإلتزامات، حيث جاء فيها ما يلي:

- أ - يضمن بنك السودان المركزي سداد الإلتزامات القائمة على وزارة المالية والإقتصاد الوطني في حال عجزها عن الوفاء بها كلياً أو جزئياً في تواريخها المحددة، يعد هذا ضمان طرف ثالث (بنك السودان المركزي).
- ب - تلتزم وزارة المالية والإقتصاد الوطني بعدم التصرف في مكون الشراكة طيلة فترة عمر الصندوق، وبهذا وحسبما جاء في نشرة الإصدار فإن وزارة المالية ضامنة بالإلتزامها بعدم التصرف في موجودات التي تستند عليها شهادات شهامة³.

أما في نشرة إصدار صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) وفي المادة رقم 19، بعنوان عوائد الإستثمار ومخاطره، تم تحديد المخاطر المرتبطة بالعائد، وتتمثل في عدم قدرة الوزارة على دفع العائد أو التأخير في دفعها في المواعيد المقررة، ولتقليل هذه المخاطر فإن حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والإقتصاد الوطني تلتزم بالوفاء بالإلتزامات الناشئة عن إصدار هذه الصكوك وضمانها لعوائدها في تواريخ إستحقاقها، بإصدار أوامر دفع مستديمة وتفويض بنك السودان المركزي بموجبها تفويضاً غير مشروط وغير قابل للنقض بخصم الإستحقاقات في تواريخها من حساب وزارة المالية لدى بنك السودان دون الرجوع إليها،

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد 4، الجز 3، مرجع سابق، ص 1809

² للمزيد من التفاصيل أنظر: المادة رقم 19 من قانون صكوك التمويل 1995م.

³ بالإعتماد على: المادة 05 من نموذج نشرة إصدار شهادات شهامة، ص 04

وهذا النوع من الضمان يمكن إعتباره كفالة، لأن بنك السودان كفيل عن وزارة المالية والإقتصاد الوطني في هذه الحالة، كما أن هذا الإصدار مضمون من وزارة المالية والإقتصاد الوطني، نظرا لإلتزامها بضمان العوائد في تواريخ إستحقاقها¹.

أما بالنسبة لضمان صكوك القرض وآلية تنفيذها: بما أن هذه الصكوك قائمة على صيغة القرض الحسن، فإن المقترض (المؤسسة الإجتماعية) تعتبر ضامناً لأصلها، أي أنها ملتزمة برد مثلها عند نهاية فترة القرض، لأغراض تحقيق هذا الشرط الفني والشرعي الهام، فقد أقرحت ترتيبات لتنفيذ الضمان، على أن تكون على الوجه التالي²:

✓ قيام المقترض (المؤسسة الإجتماعية) بتغطية جزء من قيمة القرض بحوالي 15%، أي أن الجمهور يكتب في 85% من قيمة القرض بينما المؤسسة الإجتماعية تساهم بـ15%.

✓ إفادة بالتنازل عن نصيب المؤسسة الإجتماعية في حالات حدوث آلية مخاطر لقيمة القرض الكلية.

وفي نفس الإطار وبالنسبة لصكوك القرض، فقد ورد في المادة 14 (ضمان صكوك القرض) من قانون صكوك التمويل 1995م، أن وزارة المالية والاقتصاد الوطني تقوم بضمان صكوك القرض لأصحابها أو خلفهم عند تاريخ إسترداد القرض³، وبهذا يعد ضماناً من طرف ثالث يتمثل في وزارة المالية والاقتصاد الوطني

بالإضافة إلى هذه الآليات، هناك آلية أخرى، تتمثل في دراسة الجدوى تم الإعتماد عليها في تحديد نسبة الأرباح المتوقعة لعوائد الصكوك الحكومية، وقد إكتفت شركة السودان للخدمات المالية في موقعها الإلكتروني وفي نشرات الإصدار، بالإعلان عن أن نسبة الأرباح المتوقعة لإصدارات الصكوك كانت بناء لمؤشرات هذه الدراسة، ولكن دون توضيح لها أو حتى ملخص تنفيذي (Executive Summary) عن طبيعة مشروع الإستثمارات التي تستند إليه إصدارات الصكوك، يسترشد ويستدل بها المستثمر لدراسة جدوى هذه الإستثمارات والأرباح المتوقعة منها قبل الدخول فيها.

المطلب الثالث: تقييم عام حول إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

بعد محاولة رصد لأهم الآليات الموجودة، التي من شأنها إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، ومن خلال البحث وفي حدود إطلاعنا على مستوى إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان، تجدر الإشارة إلى نقطة مهمة، تتمثل في عدم وجود ذكر لإدارة مخاطر الصكوك أو حتى لوائح أو قوانين أو منشورات حول ذلك، رغم أن بنك السودان المركزي قد طرح عدة سياسات لإصلاح حال المصارف السودانية وللتقليل من المخاطر التي تتعرض لها، أهمها ما ورد في منشور بنك السودان رقم (2003/03) في 2003/12/11م⁴، حول إنشاء وحدة معلومات بالمصارف التجارية، ومن أهم أهدافها أن تكون بمثابة النواة لإدارة المخاطر المزمع إنشاؤها بالمصارف مستقبلاً، وفي إطار جهود البنك الرامية إلى تقوية الجهاز المصرفي من خلال تطوير إدارة المخاطر بالمصارف تلبية للمتطلبات المحلية والعالمية، تقرر ترفيع وحدة المعلومات التي تم إنشاؤها بموجب المنشور سالف الذكر إلى إدارة المخاطر، وذلك حسب ما ورد في المنشور رقم (2005/1) المؤرخ في (2005/02/22)⁵، إذ تضمن أنه يجب على أي مصرف إنشاء إدارة مستقلة تعنى بتحديد وقياس ومتابعة والتحكم في المخاطر التي يتعرض لها المصرف، تابعة للإدارة العليا، وقد تم وضع هيكل تنظيمي لذلك لإتباعه، كما تم توضيح جميع المهام الموكلة إليها وبالتفصيل، وكان آخر منشور في هذا الإطار ال منشور رقم (2012/6) الصادر في 2012/01/08،

¹ بالإعتماد على: المادة 19 من نشرة إصدار صكوك الإستثمار الحكومية، الإصدار الرابع عشر، مرجع سابق، ص 06

² فتح الرحمن صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 17.

³ أنظر: المادة 14 من قانون صكوك التمويل 1995.

⁴ للمزيد من التفاصيل أنظر: منشورات قطاع المؤسسات المالية والنظم، الضوابط والتوجيهات الصادرة حتى يناير 2009م، بنك السودان المركزي، سينان العالمية للطباعة المحدودة، الخرطوم، السودان، جانفي 2009م، ص20

⁵ للمزيد من التفاصيل أنظر: منشورات قطاع المؤسسات المالية والنظم، المرجع السابق، ص32

والمعونون لكافة المصارف ، موضوعه تفعيل دور إدارات الإستثمار والمخاطر بالمصارف ، إلا أن هذه المنشورات تخص المصارف فقط، دون المؤسسات العامة الأخرى العاملة والمتعاملة مع بنك السودان المركزي في مجال إصدار وإدارة الصكوك الحكومية، مثالا على ذلك شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، كما لم نجد أي إصدار للوائح قانونية أو تنظيمية لإدارة مخاطر الصكوك من قبل الجهات الحكومية المسؤولة عن الرقابة والإشراف عليها، مثلاً اللجنة الاستشارية العليا للصكوك بوزارة المالية.

وبالنظر للآليات التي من شأنها إدارة المخاطر والمطبقة في المؤسسات المالية السودانية بشكل عام وعلى الصكوك الحكومية السودانية بشكل خاص، نجد أن أغلب إجراءات وآليات إدارة المخاطر دائماً ما تتم لإستيفاء متطلبات إدارة الرقابة الوقائية لبنك السودان المركزي، وفي حالة الصكوك التركيز على الضبط الشرعي (التركيز على المخاطر الشرعية)، ونلمس التجاهل لمختلف المخاطر الأخرى مثل مخاطر السوق ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة (من جهة المصدر)، حيث يعتبر بنك السودان المركزي أن الصكوك الحكومية السودانية في حد ذاتها أداة من أدوات إدارة المخاطر للمصارف السودانية، دون النظر للمخاطر التي قد تتعرض لها وأدوات للتحوط منها، كمخاطر الصرف على سبيل المثال لا الحصر، وفي حالة أخذها بعين الإعتبار، تصبح تلك الصكوك بالفعل أداة من الدرجة الأولى لإدارة المخاطر، هذا بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية بشكل عام.

أما بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، فلا نجد هناك أصلاً قسم أو إدارة في البنية التنظيمية له تعنى بإدارة مخاطر السوق والأوراق المالية المتداولة فيه، كما لا توجد هيئة رقابية وإشرافية مسؤولة عنه، تصدر منشورات في مجال إدارة المخاطر تلزم السوق بتطبيقها وفقاً لسلطتها عليه.

المبحث الخامس: محاولة لإقتراح آليات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

بالإضافة إلى الآليات التي تم رصدها، نحاول من خلال ما يلي، إقتراح بعض الآليات الأخرى التي من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية إلى مستويات دنيا، ويمكن أن تجعل منها أداة مالية إسلامية تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة البديلة من منظور إسلامي، بإعتبار أن العائد الموزع على الصكوك الحكومية السودانية يمكن أن يمثل ذلك، كبديل عن سعر الإقراض الربوي (معدل الفائدة) بإعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى مخاطرة، والعائد على السندات التقليدية الحكومية.

المطلب الأول: الإقتراح الأول (التأمين الإسلامي):

يعد التأمين التعاوني (الإسلامي) إحدى الآليات الإسلامية للحماية ضد المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث يمكن من خلاله التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة المخاطر التي قد تتعرض لها.

وفي ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني في السودان، نرى أنه لا توجد صعوبات في تطبيق هذا الإقتراح (التأمين الإسلامي)، والتي ترجع تجربته إلى عام 1978م من خلال شركة التأمين الإسلامية التابعة لبنك فيصل الإسلامي السوداني بإعتباره أول شركة تبدأ العمل بنظام التأمين الإسلامي، والتي كان لإنشائها الأثر الكبير في تحويل قطاع التأمين بالسودان نحو نظام التأمين التعاوني الإسلامي وفي غيره من البلدان، حيث أنشأت معظم البنوك الإسلامية هناك شركات تأمين إسلامية تابعة لها، كما فعل بنك البركة السوداني عام 1984م والبنك الإسلامي السوداني عام 1983م، وعممت التجربة لتشمل التأمين التكافلي الطويل الأجل على أسس إسلامية، وتطورت تطبيقات فكرة التأمين التعاوني الإسلامي لتصبح إلزامية

قانوناً ونظاماً بالسودان¹، وباعتبار هذه الأخيرة صاحبة السبق في إنشاء أول شركة تأمين تكافلي في العالم الإسلامي، إلا أننا لا نجد شركات تأمين متخصصة في التأمين على مخاطر الصكوك الحكومية السودانية رغم الأهمية البالغة لهذه الصناعة في البلد، مع أن هناك تجارب دولية في هذا المجال منها المؤسسة المالية الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية بجدة والتي سبق الحديث عنها*.

لذلك نرى أن للسودان الإمكانيات والمتطلبات الأساسية في تطبيق التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث أن لها الأسبقية التاريخية في تبني التأمين الإسلامي بشكل خاص، والعمل المالي الإسلامي كمشروع دولة بشكل عام، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين إسلامية متخصصة في ذلك، ويكون عن طريق إنشاء صندوق ضمان خاص للصكوك الحكومية المصدرة يفي بالمتطلبات الشرعية، ويلزم الصندوق بسداد مستحقات حملة الصكوك في وقتها عند عجز المصدر عن السداد، بينما يقوم مصدر أو مديرو الصكوك بسداد الإشتراكات (أقساط التأمين) للصندوق. وفي حالة الصكوك الحكومية السودانية يقوم المصدر ممثلاً بشركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإنشاء أو الإشتراك في صندوق للتأمين وإعادة التأمين ضد مخاطر الصكوك الإسلامية بسداد أقساط الإشتراك فيه عند كل إصدار ويزيد رأس مال الصندوق بزيادة عدد الإصدارات الحكومية، وسيساعد ذلك السودان التي لا تتمتع بتصنيف ائتماني، على إمكانية إقحام أسواق المال العربية وحتى العالمية والحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وخططها التنموية عن طريق إصدار الصكوك.

وفي بداية تطبيق هذه الآلية لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية، نقترح هنا السماح للدولة للمؤسسة الإسلامية لتأمين وائتمان الصادرات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية (جدة)، بفتح فرع أو فروع لها بالسودان بهدف نقل خبراتها في هذا المجال إلى شركات التأمين السودانية القائمة بإضافتها قسم (نوع) جديد في نشاطها يتضمن التأمين ضد مخاطر الصكوك، أو حتى الترخيص بفتح مؤسسات تأمين إسلامية متخصصة في ذلك من خلال تشجيع الدولة لها بمنحها امتيازات وتسهيلات جبائية ومالية (إعانات) إذا أمكن.

المطلب الثاني: الإقتراح الثاني (تطبيق الحوكمة):

تعتبر إدارة المخاطر جزءاً أساسياً من حوكمة الشركات بإعتبارها إحدى أهم ركائزها، وقد توصلنا إلى أن وجود الحوكمة يمكن أن يساهم في تحسين أداء الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تحسين عملية إدارة المخاطر. وبالنظر إلى تجربة السودان في تطبيقها لحوكمة الشركات، نجد أن التفكير بدأ فيها متأخراً نوعاً ما، خاصة بعد الإنفتاح الكبير الذي شهده السودان وتدفق الاستثمارات من بعد تطبيق سياسة التحرير الاقتصادية في أواسط التسعينات من القرن الماضي، وبعد نقشي ظاهرة الفساد وغسيل الأموال وسوء الإدارة في المؤسسات العامة مما أدى إلى إنهيار بعضها والأخرى كانت على حافة الإنهيار، وقد أصدرت الحكومة متمثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني عدة مناشير لتحسين الأداء والحد من الفساد في المؤسسات والمصارف.

وتعتبر تجربة السودان من وجهة نظر العديد من الباحثين ضعيفة في تطبيق مبادئ الحوكمة²، رغم أن الكثير من المنشورات والموجهات التي تصدر من وقت لآخر تحمل في طياتها جوانب من مبادئ ومرتكزات حوكمة الشركات فيما عدا

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: عثمان بابكر أحمد، قطاع التأمين في السودان-تقويم تجربة التحول من النظام التقليدي إلى التأمين الإسلامي، ط2، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1425هـ/2004م، صص 42-43

* راجع المطلب الثالث من المبحث الخامس من الفصل الأول، ص231

² راجع: مصطفى نجم البشاري، أهمية تطبيق معايير حوكمة الشركات لتفعيل نظام المراجعة الداخلية في المؤسسات العامة بالسودان، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر المراجعة الداخلية الأولى بالسودان"، الإدارة العامة للمراجعة الداخلية لأجهزة الدولة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، 20-21 جانفي 2008م، ص 28

الجهاز المصرفي الذي قام بإصدار منشورات وموجهات واضحة تتعلق بذلك في منشوره رقم (2005/9م) الصادر من الإدارة العامة للرقابة المصرفية، وموضوعه تطوير وتفعيل الضبط المؤسسي بالمصارف والمؤسسات المالية، والذي تضمن مرتكزات هامة لحوكمة الشركات، بغرض تحسين كفاءة الأداء المصرفي للحد من الفساد والمخالفات المالية، لذلك نرى أن تجربة السودان في تطبيقها لحوكمة الشركات محصورة فقط في القطاع المصرفي ولم تشجع المؤسسات العامة الأخرى ومنها المالية في إصدار منشورات لتطبيقها رغم الضعف الواضح ومشاكل الفساد التي تسري في مفاصلها، والذي كان من الضروري وضع حد لها بإيجاد آليات فاعلة قادرة على تحقيق القدر المطلوب من الرقابة والمساءلة، وكذلك سن القوانين واللوائح التي تتناسب مع المتغيرات التي حدثت في بيئة العمل¹.

وفي ظل إقتراننا للحوكمة كإحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، نحاول إقترح بعض السياسات التي من شأنها تطوير الحوكمة في المؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية في السودان، ونقتصر على أهمها:

1. ضرورة تكوين لجنة وطنية لدراسة ووضع منهج واضح لتطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات المالية العامة العاملة و/أو المتعاملة بالصكوك الحكومية، وتحديد الآليات المناسبة لضمان تطبيقها بصورة سليمة تتوافق مع الظروف والتحديات المحلية.
2. ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الحكومية السودانية من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، حيث يعد ذلك مؤشراً مهماً للمستثمرين في الإصدارات السيادية، وحتى تلقى القبول في الأسواق الدولية.
3. ضرورة تعديل قانون صكوك التمويل لسنة 1995م، حتى يتماشى مع المتغيرات السائدة، وأن يضم توضيح لعمليات تصكيك الأصول من جهة الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وضوابط جهة الإصدار (الحكومة)، والبيع الفعلي، وجوانب حول حالات الفائض والعجز في السيولة والرجوع للمنشئ، والتوضيح الجيد لطبيعة التعاقد بين حملة الصكوك وشركة السودان للخدمات المالية، مع ضرورة ذكر وتوضيح لحالات النزاع وطرق علاجها بين أطراف عملية التعاقد (حملة الصكوك والحكومة) حتى يكون للمستثمرين سنداً قانونياً أو شرعياً يقوي حججهم في حالة نشوب نزاع بينهم وبين الحكومة.
4. تعيين جهات مستقلة عن الحكومة لمصادقية وشفافية أكثر في إثبات حالات الخسارة (في حالة عدم دفع العوائد الدورية لحملة الصكوك) أي أنها ناتجة عن إهمال وتقصير المضارب أم لا، ذلك أن الخسارة يتحملها حملة الصكوك وتحمل الدولة ممثلة في شركة السودان للخدمات المالية الجهد الذي بذلته في إدارة موجودات هذه الصكوك، ومن الصعوبة في حالة النزاع إثبات تقصير الحكومة وإهمالها إلا بوجود جهات خاصة ومستقلة عن الدولة وتتمتع بالمصادقية والشفافية.
5. ضرورة فصل الأدوار بين وكيل الإصدار والمروج والتي تقوم بهما شركة السودان للخدمات المالية في أغلب الأحيان، بصورة تزيد من شفافية الإصدارات الحكومية السودانية.
6. ضرورة وجود تقارير دورية (لا توجد حالياً) عن حالة موجودات الصكوك الحكومية المصدرة (شهامه) أو في المشروعات الممولة في حالة (صرح)، وهي مفيدة للتنبؤ بالعائد، والتخارج عند توقع ضعف الأداء.
7. ضعف الشفافية في بعض عمليات بيع الأصول محل عملية التصكيك من الحكومة إلى شركة السودان للخدمات المالية، من شأنه أن يؤثر على الكفاءة التنظيمية للإصدار، مما يتطلب القيام بجميع إجراءات البيع اللازمة والتصريح بها وإرفاقها عند كل نشرة إصدار مع وجود رقابة مالية وشرعية خارجية مستقلة.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: مصطفى نجم البشاري، أهمية تطبيق معايير حوكمة الشركات، مرجع سابق، ص 28-30

8. ضرورة الفصل بين وظائف المحاسبة والمراجعة وتقييم الأصول من قبل ديوان المراجعة العامة، وهو جهة حكومية، حتى يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص أو خارجي.
9. ضرورة وجود نشرة إصدار عند كل طرح خاصة في حالة إصدارات شهامة.
10. الإفصاح في نشرات الإصدار عن جميع المخاطر المتوقعة وليس الاقتصار على مخاطر الائتمان فقط، كما في حالة نشرة إكتتاب صرح وشهامة، وفي بند منفصل وحسب المعايير الدولية المستحدثة، تجعل من الإصدارات الحكومية السودانية أكثر شفافية ومصداقية، كما يترك للمستثمر الخيار كاملاً، وبالتالي يتحمل نتائج خياراته.
- ومن أهم السياسات المقترحة لتطوير الحوكمة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، بإعتباره السوق الثانوية لتداول الصكوك الحكومية السودانية ومن أهم العوامل التي ساهمت في نجاح تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الاستثمارية الحكومية لمدة تزيد عن عقد من الزمن، حيث يسعى السوق من خلال رسالته والرؤية المستقبلية له بالعمل على ترقية وتطوير الصناعة المالية في السودان عن طريق نشر وتعزيز الشفافية المالية وحوكمة الأداء بالأسواق المالية السودانية وتعزيز مسيرة التنمية الاقتصادية بالبلاد، والإستفادة من فرص الاستثمار المتاحة محلياً وإقليمياً وعالمياً، وبناء وتعزيز الروابط مع المؤسسات المحلية والإقليمية والدولية، إضافة إلى بناء سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية، وقد قامت الإدارة التنفيذية الجديدة للسوق بإعداد خطة متكاملة لترقية الأداء بسوق الخرطوم للأوراق المالية في عدة محاور مصحوبة بجدول زمنية للتنفيذ، منها محور الحوكمة والضبط المؤسسي الذي يهدف إلى تبني أفضل المعايير لتنظيم العلاقة بين المساهمين وأعضاء مجالس الإدارات والإدارات التنفيذية ذات العلاقة بالسوق¹، وقد جاء هذا المحور (الحوكمة) عاماً ولم ترد فيه أي تفاصيل، لذلك حاولنا إقتراح بعض السياسات لتطوير الحوكمة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والتي من شأنها تدنية مخاطر الصكوك الحكومية المدرجة بالسوق، أهمها:

1. الإسراع بتطبيق المبادئ الأساسية للحوكمة في السوق.
2. بناء مؤشر لسوق الصكوك الإسلامية السودانية لتحديد سعر القيمة العادلة للشهادة.
3. ضرورة الربط التقني (من خلال شبكات معلوماتية) للجهات ذات الصلة بعملية التصكيك (وزارة المالية وبنك السودان المركزي وسوق الخرطوم للأوراق المالية وشركات الوساطة به).
4. تفعيل مشروع صناع السوق.
5. ضرورة إعتداد هيكل تنظيمي جديد ومتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للسوق لمواجهة التحديات المستقبلية من خلال إستحداث أقسام وإدارات جديدة في بنية الهيكل التنظيمي، والتي تعد ضرورية لترسيخ مفاهيم الحوكمة والضبط المؤسسي، من أهمها قسم خاص بإدارة مخاطر السوق، من خلال إستحداث دائرة جديدة في بنية الهيكل التنظيمي لسوق تعنى بإدارة مختلف مخاطر السوق المالية، والشرعية والتشغيلية والإستراتيجية وغيرها والتي نراها مفقودة في البنية التنظيمية للسوق، مع إلغاء الجمع بين رئاسة مجلس إدارة السوق ورئاسة مجلس إدارة بنك آخر والمتمثل حالياً في محافظ بنك السودان المركزي.
6. ضرورة إستقلالية مدقق الحسابات الخارجي للسوق.
7. أن يشمل إطار نظام الحوكمة بالسوق التعريف بتركيبة مجلس الإدارة ومهارات وخبرات أعضائه، وتحديد الأعضاء التنفيذيين، ومهام مجلس الإدارة واجتماعاته، إضافة إلى وصف اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ومهامه واجتماعاته.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: التقرير السنوي 2010م، سوق الخرطوم للأوراق المالية ص 6-9

8. تفعيل تطبيق نظام إدارة الجودة الشاملة في السوق.
9. ضرورة تطوير قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث أنه ومنذ صدوره في العام 1994م، لم يشهد أي تعديلات لإستيعاب التغيرات الجديدة في البلاد، منها مقتضيات أسلمة كامل الاقتصاد السوداني، المستجدات الدستورية التي حدثت في البلاد منذ تاريخ إجازة القانون، خاصة بعد فصل الجنوب عن الشمال، ومقابلة متطلبات التداول الإلكتروني، كما يفتقر القانون إلى وجود عقوبات مالية وإدارية رادعة ضد الجهات المخالفة لنصوصه، كما أن هناك عددًا كبيراً من اللوائح التنظيمية لنشاط السوق والتي تمت إجازتها من قبل مجلسه، لكنها غير موجودة في القانون، مما يتطلب مراجعة شاملة لقانون ولوائح السوق لمقابلة كل تلك التغيرات.
10. زيادة الشفافية لنشاطات وعمليات السوق والتي تسمح للمستثمرين بإتخاذ القرارات، من خلال نشر جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة في السوق، حيث نجد أن هناك نقصاً في بعض المعلومات المهمة حول الصكوك الحكومية في السوق، ومثال على ذلك عدم الإفصاح عن قيمة وعدد صكوك الإصدارات المدرجة.
11. من بين أهم السياسات، ضرورة العمل على إنشاء جهة رقابية إشرافية على السوق، فمثلاً يقوم بنك السودان المركزي بالرقابة على المصارف والمؤسسات المالية التي يرخص لها بالعمل، وكما تقوم هيئة الرقابة على التأمين بالإشراف وتنظيم التأمين والشركات العاملة في المجال، يفترض أن تقوم هيئة سوق المال بالرقابة وتنظيم سوق الأوراق المالية بدلاً عن مجلس إدارة السوق حالياً، حيث أن غياب الفصل بين عمل السوق والإشراف والتنظيم والرقابة عليه، أدى إلى تأخير تطبيق السوق لنظام الحوكمة والكثير من حزم الضبط المؤسسي وجوانب الرقابة الفعالة على أنشطته التشغيلية، وكحل مبدئي يمكن تبني حزم الرقابة المطبقة في بنك السودان المركزي بواسطة سوق الخرطوم للأوراق المالية مع مراعاة إختلاف طبيعة النشاط المصرفي عن أنشطة الإستثمار بالأوراق المالية، وبعد تكوين هيئة سوق المال يعاد تنظيم جميع أعمال السوق وفقاً لسلطاتها الواردة في القانون.

خلاصة الفصل

تعد التجربة السودانية في مجال إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية رائدة ومميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية، واعتمادها على صيغتي المشاركة (حالة صكوك شهامة) والمضاربة (صرح) وهما من صيغ التمويل عالية المخاطرة، كذلك تضمنت صيغتي الإجارة (حالة شهاب) والوكالة بالإستثمار (شامة)، إلا أنها تميزت بمحدودية المنتجات أي اقتصرها على الإصدارات الحكومية إلى حد الآن، ولم يستفد القطاع الخاص منها لتمويل استثماراته، وأغلبية إصداراتها محلية بالرغم من أن التجربة منذ عام 1995م.

وقد توصلنا من خلال هذا الفصل بدراستنا للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010م)، من حيث نشاطها، إلى أنها تمثل عماد السوق، من حيث كونها الأدوات الأكثر تداولاً فيه، ويلاحظ أن الإتجاه العام لتداولها في تزايد مستمر، بينما يقابله الانخفاض الكبير في قيمة تداول الأسهم، مما جعل سوق الخرطوم للأوراق المالية أكثر الأسواق المالية العربية تداولاً للصكوك الإسلامية.

أما من حيث المخاطر، فقد توصلنا إلى نتيجة أن الصكوك الحكومية السودانية أقل مخاطرة سواءً على المستوى المحلي (سوق الخرطوم للأوراق المالية)، أو على مستوى سوق الصكوك العالمية (المعبر عنها بمؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك)، كما استطاعت أن تتج من براثن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، حيث لم تسجل أي تراجع في عوائدها مقارنة مع سوق الصكوك العالمي وسوق الدخل الثابت (بدراستنا لمعدل الفائدة لبيور)، وتعتبر الصكوك الحكومية السودانية الوحيدة التي لم تتأثر قيمتها بتلك الأزمة مقارنة بإصدارات الدول العربية للصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك لأحد أهم العوامل التي ساهمت في ذلك، وهو عدم ربط عوائدها بسعر مرجعي والمتمثل عادة (بمعدل الفائدة لبيور). كما استطاعت السودان أن تتجاوز عدة مخاطر وتحديات عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية في عدة دول حاضنة لهذه الصناعة منها:

- تجاوزها للمخاطر القانونية بوجود إطار للتشريعات القانونية للتعامل بهذه الأداة في السودان.
- تجاوزها للمخاطر الشرعية بوجود رقابة شرعية موحدة (الهيئة العليا للرقابة الشرعية)، ومستمرة لكافة مراحل الإصدار والتداول لحين إطفائها.
- وجود سوق ثانوية لتداول الصكوك الحكومية وفر لها ميزة التمتع بقدرة التسييل العالية، وبهذا استطاعت السودان أن تتجاوز مخاطر السيولة، وهي أهم المخاطر التي عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية خاصة.

أما دراستنا لآليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية فقد تم رصد آليات كامنة في بنية الصكوك الحكومية السودانية، تتمثل في التنوع لقطاعات موجودات هذه الصكوك، والاحتياطيات والضمان من قبل بنك السودان المركزي نص عليها كل من قانون صكوك التمويل 1995م، ونشرات الإكتتاب. وكنتيجة حول إدارة مخاطر الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية توصلنا إلى وجود ضعف واضح في ذلك على مستوى جهات الإصدار وسوق التداول، لذلك قمنا باقتراح أدوات أخرى من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، والمتمثلة في تشجيع الدولة لإقامة شركات تأمين إسلامية على غرار بعض التجارب العالمية المتخصصة في ذلك، وإقتراح سياسات لتطوير نظام الحوكمة في المؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية وفي سوق الخرطوم للأوراق المالية باعتباره السوق الثانوي لتداولها.

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز ما ابتكرته الهندسة المالية الإسلامية، ونقله نوعية وكيفية في الأدوات المالية الإسلامية، وإعتبارها مثلاً واضحاً للإستجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، حيث ظلت المؤسسات المالية الإسلامية لسنوات حبيسة أدوات محددة.

وقد استطاعت الصكوك الإسلامية أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال العالمية، بإعتراف دولي بها كمنتج مالي قابل للتطوير والإستمرارية لتلبية الإحتياجات المالية المختلفة، بدليل وجود إصدارات من الصكوك الإسلامية لمؤسسات غير إسلامية، وفي ظل التوجه العالمي نحوها تبرز أهمية إيجاد آليات مناسبة للتعامل مع مخاطرها في ظل تطور أدوات إدارة المخاطر في الهندسة المالية التقليدية، لذلك جاء هذا البحث كمحاولة لتكوين رؤية واضحة حول الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها في إطار ما يمكن تسميته بالهندسة المالية الإسلامية. وقد حاولنا معالجة إشكالية هذا البحث في جزأين: جزء نظري (يضم فصلين، الأول والثاني) يتناول الإطار النظري وواقع وتحديات الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، وجزء تطبيقي (يضم الفصل الثالث) يتناول تجربة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية. وقد خلص البحث إلى نتائج أهمها:

✓ نتائج البحث:

- 1 - تتميز الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة أهمها، كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى إنتهاء أجلها، هذا الإلتزام يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية، وبذلك تعتبر الصكوك الإسلامية البديل المالي الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلاً مستقراً وحقيقياً من موارد موجودة أصلاً في الدورة الإقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية، وهذا ما يثبت الفرضية الأولى للبحث.
- 2 - يخضع التصكيك الإسلامي برمته إلى ضوابط شرعية تحكمه، بهدف عدم خروج الصكوك الإسلامية في أي مرحلة من مراحلها عن الهدف الذي وجدت من أجله، وهو ما يميزه عن التوريق التقليدي رغم التماثل الكبير بينهما من حيث الإجراءات التنظيمية والتقنية، وإن كان الغرض من المصطلحين متقارباً، إلا أن المضمون متباين بينهما إلى حد كبير، وهذا ما يعزز الفرضية الأولى أيضاً.
- 3 - تتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية بتعدد آليات إصدارها القائمة على مختلف صيغ التمويل الإسلامية، مع إمكانية إستخدامها في تمويل الإنفاق الإجتماعي والخيري بما يسهم في إستدامة التنمية الإجتماعية في الدول الإسلامية، من خلال إصدار الصكوك الإجتماعية، هذا التنوع أضفى عليها مرونة عالية تمكن من إستخدامها في الجوانب الإقتصادية (التجارية والصناعية والزراعية والخدمية والإجتماعية). ما من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الإستفادة من عملية التصكيك الإسلامي، وهذا ما يثبت الفرضية الثانية للبحث.
- 4 - أظهر واقع سوق الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة أن هناك توسعاً مضطرباً في إتجاه القطاع الحكومي نحو إصدار الصكوك الإسلامية كوسيلة لتوفير موارد مالية لتغطية الإحتياجات الرسمية للحكومات، وذلك بإصدار صكوك الإجارة والمشاركة والمرابحة خاصة وعلى المستوى المحلي، وهذا ما يعزز من الفرضية الثانية أيضاً.
- 5 - رغم التباطؤ الذي شهده سوق الصكوك الإسلامية جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، إلا أن النتائج أكدت أن هذه الأزمة خلفت على المستوى المحلي فرصاً واعدة لأدوات الصيرفة الإسلامية، خصوصاً منتج الصكوك الإسلامية الذي حقق معدلات نمو كبيرة في السنوات التي تلت مباشرة الأزمة المالية العالمية 2008م، في حين لم تحقق الصناعة المالية التقليدية أي معدل نمو يذكر، وقد أصبحت الصكوك الإسلامية محط أنظار خبراء المال على مستوى

- العالم ليتعرفوا على أساس الصيرفة والتمويل الإسلامي، وكيف نجت هذه الصناعة من براثن الأزمة المالية العالمية 2008م، وهذا ما ينفي الفرضية الثالثة للبحث.
- 6 - إن حداثة صناعة الصكوك الإسلامية وعدم نضجها بالشكل الكافي، وكذا الخلافات الشرعية وتضارب الكثير من الفتاوى بخصوصها، هذه الأسباب وغيرها من الأسباب الأخرى تجعل مهمة الجهات التنظيمية والإشرافية للدول المقررة لعمليات التصكيك في صياغة ووضع أطر تشريعية وقانونية واضحة ومحددة تنظم إصدار الصكوك الإسلامية أمراً صعباً. ما جعل هذه الصناعة الفتية تواجه مجموعة من التحديات والتشريعية والقانونية والشرعية والتنظيمية التي قد تحد من نموها وتطورها محلياً وعالمياً، خاصة وأنها لم تعد تقتصر على الدول الإسلامية.
- 7 - أثارت أزمة إخفاقات الصكوك الإسلامية نقطة مهمة حول الحقيقة الجوهرية للصكوك وهياكلها، إذ يجري إختبار هياكل الصكوك على أرض الواقع لأول مرة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م، وقد أصبح من الواضح وعلى نحو متزايد أن عدداً محدوداً من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول، كما أن السوق أصبح يفرق عملياً بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المرتبطة بأصول.
- 8 - نظراً لطبيعة عملية إصدار الصكوك الإسلامية، فإنها معرضة للعديد من المخاطر وهي على مستويين، الأول منها تختص وتتميز بها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، وتتمثل في المخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها، بالإضافة إلى المخاطر الشرعية. أما المستوى الثاني من المخاطر فيتمثل في المخاطر التقليدية التي تتعرض لها الإستثمارات بمختلف أنواعها سواء كانت تقليدية أو إسلامية، وتشمل المخاطر المالية التي تتضمن كلاً من مخاطر الائتمان والسيولة والسوق، بالإضافة إلى مخاطر التشغيل التي تشمل كلاً من المخاطر الإدارية والقانونية والسياسية والثقة والطبيعية وأمن المعلومات، وهذا ما يثبت الفرضية الرابعة للبحث.
- 9 - يمكن تطبيق بعض أدوات التحليل المالي والإحصائي في قياس عوائد ومخاطر الصكوك الإسلامية، إلا أن الإعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كآلية في تحديد الحد الأدنى للعائد المطلوب للتعويض عن مخاطر الإستثمار لا يمكن تطبيقه على حالة الصكوك الإسلامية، لأن الشريعة الإسلامية لا تقر جميع الأسس التي يتم إحتساب هذا المعدل على أساسها، مما يقتضي تعديل مفهوم مكونات العائد المطلوب على الأصل لتتناسب مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الإطار تم إقتراح معادلة تتوافق مكوناتها مع الشريعة الإسلامية، إلا أنه يكتنفها الغموض من حيث كيفية حساب بعض مكوناتها، وهذا ما يثبت الفرضية الخامسة للبحث.
- 10 - تتعدد الجهات المسؤولة عن القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، منها: المراقبون أو السلطات الإشرافية للدولة، من خلال وضعها قواعد تنظيمية وتشريعية واضحة وتوفيرها بيئة جيدة لإدارة المخاطر في المنشآت المصدرة للصكوك وحماية حقوق حملة الصكوك، والمساهمون بإختيارهم السليم لأعضاء مجلس إدارة المؤسسة المصدرة للصكوك، وكذا الإدارة التنفيذية، ولجان التدقيق الداخليين والخارجيين، ومن هذه الجهات أيضاً حملة الصكوك، والشركة ذات الغرض الخاص SPV وهي من أكثر الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بإعتبارها وكيل ومنظم إصدار يتولى إصدار الصكوك الإسلامية وإدارتها لصالح المؤسسة المصدرة للصكوك ويرعى مصالح وحقوق حملة الصكوك إلى جانب وظائف أخرى مساعدة في عملية التصكيك قد توكل إليها.
- 11 - ينظر الإسلام للمخاطر بإعتبارها من مقومات المنهج الإستثماري الإسلامي، حيث من مبادئه المشاركة في الغنم والغرم، ونظرة الإسلام للمخاطر لا تحول دون وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال عدد من الخطوات يتم بمقتضاها تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة وإختيار البدائل المناسبة للتعامل مع تلك

- المخاطر، وبعد ذلك تنفيذ القرار اعتماداً على العديد من آليات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية المناسبة، التي تهدف إلى تجنب المخاطر أو توزيعها أو قبولها في إطار التقيد بالضوابط الشرعية، ولأن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة، ولضمان ذلك لا بد من القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، وهذا ما يعزز من الفرضية الخامسة للبحث.
- 12- هناك مبادئ وطرق وإجراءات تصحيحية متوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي لعلاج مخاطر محددة للصكوك الإسلامية، تتمثل في العلاج النوعي للمخاطر المالية ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية ومخاطر التشغيل كلاً على حده، وهذا ما يعزز أيضاً من الفرضية الخامسة للبحث.
- 13- تتعدد آليات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية المناسبة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومن هذه الآليات دراسة الجدوى، والضمانات، والتأمين التعاوني، والإحتياطيات، والتحوط، والتنويع، ومن بين أهم هذه الآليات أيضاً الحوكمة، إذ برزت لنا مشكلة الوكالة وتعارض المصالح كعامل مشترك بين العديد من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وجاءت الحوكمة لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية والإدارة (الموكل والوكيل)، والتي تقوم عليها معظم أطراف عملية التصكيك، وهذا ما يؤكد الفرضية الخامسة للبحث أيضاً.
- 14- يملك الإسلام من وسائل التعامل مع المخاطر ما يحقق العدل لأطراف التعامل وليس تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم لطرف آخر، كما هو الحال في أدوات التحوط الغربية المعاصرة من إستخدام المشتقات المالية التي تقوم على بيع الدين بالدين المنهي عنه شرعاً، أو المتاجرة بالمخاطر.
- 15- بالرغم من النمو الكبير في مؤسسات التمويل والإستثمار بالصكوك الإسلامية، إلا أن النمو في مجال إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بشكل خاص لا يزال ضعيفاً بشكل ملحوظ مقارنة مع حجم نمو هذه الصناعة، نتيجة ضيق سوق الأدوات المتاحة التي تستخدم للتحوط والسيطرة على المخاطر وإيجاد بديل شرعي واضح عن المشتقات المالية التقليدية، حيث أن معظم الإسهامات في هذا الإطار ما تزال حديثة ومحل جدل بين الفقهاء، ويرجع ذلك أن موضوع إدارة المخاطر ما يزال بحاجة إلى تأصيل (تنظير) في نظرية التمويل الإسلامي توضح أصوله وتنظم فروعه ومسائله، وهذا ما يثبت الفرضية السادسة للبحث.
- 16- للسودان الأسبقية التاريخية في تبني العمل المالي الإسلامي كمشروع دولة، وتعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية فيها رائدة ومميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أدوات مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، وهذا ما يثبت الفرضية السابعة للبحث.
- 17- إتمدت تجربة الصكوك الحكومية السودانية على صيغتي المشاركة (حالة صكوك شهامة) والمضاربة (حالة صكوك صرح) وهما من صيغ التمويل عالية المخاطرة، ومن حيث نشاطها تمثل عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية والأكثر تداولاً فيه، حيث أن الإتجاه العام لحجم تداولها في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، بينما يلاحظ الإنخفاض في قيمة تداول الأسهم، مما جعل سوق الخرطوم للأوراق المالية أكثر الأسواق المالية العربية تداولاً للصكوك الإسلامية، وهذا ما يعزز الفرضية السابعة للبحث.
- 18- إستطاعت السودان أن تتجاوز بعض المخاطر والتحديات التي عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية في عدة دول حاضنة لهذه الصناعة منها:

✓ تجاوزها للمخاطر القانونية بوجود إطار للتشريعات القانونية ينظم العمل بالصكوك الإسلامية سبق الممارسة الفعلية؛

✓ تجاوزها للمخاطر الشرعية بوجود رقابة شرعية موحدة (الهيئة العليا للرقابة الشرعية)، ومستمرة لكافة مراحل الإصدار والتداول لحين إطفائها، وإن من عوامل نجاح الأدوات المالية الإسلامية هي إتباعها لأحكام الشريعة الإسلامية، والتي تجعل المخاطر في حدودها الدنيا؛

✓ وجود سوق ثانوية نشطة لتداول الصكوك الحكومية، وفر لها ميزة التمتع بقدرة التسييل العالية، وبهذا استطاعت السودان أن تتجاوز مخاطر السيولة (من جانب حملة الصكوك)، أهم المخاطر التي تعاني منها صناعة الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية خاصة،

✓ استطاعت إصدارات الصكوك الحكومية السودانية أن تتجو من تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث لم تسجل أي تراجع في قيمة عوائدها مقارنة مع سوق الصكوك العالمي (بدراستنا لمؤشر الصكوك العالمي داوجونز سيتي جروب) وسوق الدخل الثابت (بدراستنا لمعدل الفائدة لبيور) بإعتباره السعر المرجعي لحساب معدل العائد على السندات الحكومية التقليدية)، كما لم يشهد السودان أي إخفاق أو تعثر في إصداراته للصكوك الحكومية، وهي الأزمة التي عانت منها بعض إصدارات الصكوك الإسلامية كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، ويرجع ذلك لأحد أهم العوامل التي ساهمت في ذلك، وهو لعدم ربط عوائدها بسعر مرجعي والمتمثل عادة (بمعدل الفائدة لبيور).

وكل هذا يعزز أيضا الفرضية السابعة للبحث.

19 - على الرغم من نجاح تجربة السودان في مجال الصكوك الحكومية لمدة تزيد عن عقد من الزمن، ومع وجود بعض الآليات لإدارة مخاطرها - والمتمثلة في التنوع لقطاعات موجودات تلك الصكوك، والإحتياطيات، والضمان من خلال الكفالة ومن طرف ثالث (بنك السودان المركزي)-، ولكن يبقى وجود تلك الآليات دون مستوى حجم وأهمية هذه الصناعة في السودان، كما نسجل ضعف واضح وعدم إهتمام بموضوع مخاطر الصكوك الحكومية السودانية وإدارتها، سواء على مستوى الجهات الرقابية والإشرافية للدول أو على مستوى جهات الإصدار وسوق التداول، خاصة إذا ما قورنت بموضوع إدارة مخاطر البنوك الإسلامية في السودان.

✓ التوصيات:

في ضوء ما أسفر عنه هذا البحث من نتائج يمكن تقديم مجموعة من التوصيات، بما قد يسهم في تطوير سوق الصكوك الإسلامية وكفاءة إدارة مخاطرها.

1 - أن تقوم الدول الإسلامية بإصدار تشريعات قانونية واضحة ومحددة لإصدارات الصكوك تتبنى فيها روح المبادئ الشرعية ومقاصدها، وأن تتبنى هذه التشريعات ضوابط صارمة لحماية حاملي الصكوك والحيلولة دون إستخدام أدوات الصكوك الإسلامية لتمويل شركات أو كيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين وتضيع مدخراتهم، مع مراعاة المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الإسلامية الضوابط الشرعية لإصدار وتداول تلك الصكوك، فذلك صمام الأمان لحسن إدارة مخاطر تلك الصكوك.

2 - على المؤسسات المالية والشركات الملتزمة في معاملاتها بالضوابط الشرعية أن تتخذ الأسباب لرفع كفاءتها وخفض تكلفتها حتى يمكنها منافسة الشركات التقليدية، كما يجب على المؤسسات المالية الإسلامية والمنظرين في الإقتصاد الإسلامي والفقهاء تلبية إحتياجات المؤسسات الإسلامية المعاصرة إلى إيجاد أدوات مالية تجمع بين المصادقية

- الشرعية والكفاءة الإقتصادية لإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية بكفاءة أعلى وتكلفة منخفضة، مع ضرورة وجود مؤسسات متخصصة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومتفرغة لهذا الغرض.
- 3 - ضرورة إيجاد آليات موحدة وفعالة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومتفق عليها من الناحية الشرعية، هذا من شأنه أن يجعل الصكوك الإسلامية وخاصة الحكومية منها أداة مالية إسلامية تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة البديلة من منظور إسلامي، بإعتبار أن العائد الموزع على الصكوك الحكومية يمثل الفرصة البديلة وليس سعر الإقراض الربوي (معدل الفائدة)، حيث إن السندات التقليدية الحكومية، تكرر معدل الفائدة بإعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى مخاطرة، وعليه تبدو أهمية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية وبالنظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة البديلة في النظام المالي الإسلامي.
- 4 - ضرورة الإلتزام (الإلزام القانوني) بالمعايير الشرعية الصادرة عن الإجتهد الجماعي، مثل معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وإعتمادها كمرجعية ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في الدولة، والعمل على إعداد مرجعية شرعية موحدة على مستوى الدولة والإقليم، تعتمد على هيئة شرعية عليا وتكون بديلاً عن الفتوى الخاصة لكل مؤسسة لتحقيق التقارب والتطابق في تطبيق المؤسسات المالية الإسلامية.
- 5 - ضرورة سيادة القانون الذي يمنح للمؤسسات المالية الإسلامية فرصاً لبناء نموذج موحد للمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، والمؤسسات المالية التي تعمل في مجال إصدار الصكوك بشكل خاص، على إصدار صكوك وفق نموذج موحد يختلف باختلاف نوع الصك المصدر يمكن من تسويقه وتداوله خلافاً لما عليه الإصدارات الحالية التي تتسم بالإختلافات العميقة في بعض الأحيان بين مؤسسة وأخرى وبين بلد وآخر في أحيان أخرى.
- 6 - لابد لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية من أن تطور نفسها بإستمرار، كي تتمكن من مواكبة الزخم المستمر والمتسارع للعمليات الإئتمانية والإستثمارية، حيث أنها تقوم بدور الدعم للمؤسسات المالية الإسلامية لا عبئاً عليها. والسر في تطوير عمل هيئات الفتوى والرقابة الشرعية يكمن في إيجاد تلك المعادلة الكفيلة بإحداث التوازن بين التسارع المستمر والتطور في المعاملات والأنشطة المالية، وبين توائم هذه المعاملات وإتساقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 7 - ضرورة تطوير آليات الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، فإن ثمة جوانب إدارية، ومالية وتقنية ومهنية وشرعية، ينبغي أن تكون الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك مستتبصرة بها، إذ يعد وجود الحوكمة أمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء الصكوك الإسلامية والتي تنعكس على حجم عوائدها وإستقرارها، من خلال تحسينها لعملية إدارة المخاطر بتحديددها للجهات وتوزيعها المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من المخاطر.
- 8 - دعوة المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف كياناتها للإهتمام بالبحث العلمي الذي يجمع بين الفقه التطبيقي والفقه الميداني على المستويين الشرعي والمالي، لإبتكار أدوات مالية تعزز الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر، ولا سيما مخاطر الصكوك الإسلامية. وإجراء بحوث معمقة ومستفيضة لما تم إنجازه حتى الآن وما تم الإخفاق فيه، وذلك للإستفادة من أخطاء الماضي في مواجهة تحديات المستقبل.
- 9 - من خلال البحث والدراسة لواقع صناعة الصكوك الحكومية السودانية وإدارة مخاطرها نوصي بما يلي:
- ✓ ضرورة تصنيف الصكوك الحكومية السودانية إئتمانياً من قبل وكالات تصنيف إئتماني معترف بها دولياً، حيث تعد هذه التصنيفات مؤشراً مهماً للمستثمرين في الإصدارات السيادية.

✓ ضرورة التأمين الإسلامي لمخاطر الصكوك الإسلامية من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين متخصصة في ذلك.

✓ ضرورة تطبيق الحوكمة على جميع أطراف وآليات الصكوك الحكومية، والذي من شأنه أن يذلل بعض التحديات التي تعاني منها صناعة الصكوك في السودان.

✓ العمل على إنشاء جهة رقابية إشرافية على سوق الخرطوم للأوراق المالية.

✓ ضرورة وجود مؤشر لأسعار الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

✓ على الرغم من وجود بعض جوانب القصور في تجربة الصكوك السودانية، إلا أنها تشكل تجربة فريدة بحاجة إلى التوثيق والإعداد للعالمية من خلال:

• إعادة النظر بالتشريعات من أجل تطويرها لإستقطاب الإستثمارات الخارجية.

• تبني دور ريادي فيما يتعلق بالتوثيق الشرعي نظراً لحجم الأدبيات المتوافرة ومصداقية العلماء

السودانيين عبر مراحل العمل المالي الإسلامي، كما أنه من شأنه أن يضيف معايير جديدة للعمل المالي الإسلامي.

10 -إنشاء مراكز أو أكاديميات دولية متخصصة بالتمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص لسد احتياجات المنطقة.

11 -إنشاء منصة عالمية متخصصة في رصد صناعة الصكوك الإسلامية حول العالم، تساهم فيها جميع الدولة

الحاضنة لهذه الصناعة وبمختلف كياناتها المختصة في ذلك والمؤسسات الخاصة الأخرى التي تعمل في مجال رصد أدوات الصناعة المالية الإسلامية، بهدف توحيد جهودهم، لإنشاء قاعدة معطيات متكاملة وعالمية، تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بهذه الصناعة، هذا ما يسهل على الباحثين الوصول إليها، وتكون نتائج بحوثهم مبنية على معطيات صحيحة، مما قد يساهم في تقييم أداء الصكوك الإسلامية مقارنة بالأوراق المالية التقليدية الأخرى.

✓ **آفاق البحث:** إنطلاقاً مما ذكر سابقاً من نتائج تخص كلا من الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، وكذا التوصيات التي تصب في إطار محاولة تطوير هذه الصناعة الإسلامية، فإننا نقترح مجموعة من مواضيع البحوث لها علاقة ببحثنا، وفي نفس الوقت مكملة له، وتتمثل في ما يلي:

- دور معيار كفاية رأس المال في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

- تقييم أداء الصكوك الإسلامية ومقارنتها مع السندات التقليدية في الأسواق المالية العالمية المدرجة فيها.

- قياس كفاءة المؤشرات العالمية للصكوك الإسلامية ومقارنتها مع مؤشرات الأسواق الأوراق المالية التقليدية.

- دراسة تقييمية لواقع سوق الصكوك الإسلامية، قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008م .

I- المصادر:

القرآن الكريم

II- المراجع باللغة العربية:

أولاً- الكتب:

- 1 أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430هـ-2009م.
- 2 -----، الإستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع و الترجمة، القاهرة، مصر، 2008م.
- 3 -----، دراسات في التمويل الإسلامي، ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2007م.
- 4 إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-، ج 1، ط 2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011م.
- 5 حربي محمد عريقات، وسعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية مدخل حديث، ط 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010م.
- 6 حسين بالعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية-دراسة مقارنة-، ب ط، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009م.
- 7 حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003م.
- 8 زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، ط 4، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007م.
- 9 سامر مظهر قنطقجي، وأوهاج بادانين محمد عمر، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية (مقام MQAM)، العدد الأول، 2010م.
- 10 سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الاسلامية، ط 1، جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002م.
- 11 -صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، ط 1، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2009م.
- 12 -طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، 1422هـ-2003م.
- 13 -عبد الستار أبو غدة، الإجارة، ط 1، مجموعة البركة، قطاع الأموال، شركة البركة للإستثمار والتنمية، جدة، 1998م.
- 14 -عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية -أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، خيارات-، ط 1، دار الجامعة الجديد للنشر، القاهرة، مصر.
- 15 عثمان بابكر أحمد، قطاع التأمين في السودان-تقويم تجربة التحول من النظام التقليدي إلى التأمين الإسلامي-، ط 2، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1425هـ/2004م.
- 16 -علي عباس، الإدارة المالية، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م.

- 17 - عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة و أحكامها في الفقه الإسلامي - دراسة مقارنة تطبيقية -، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 1426هـ-2006م.
- 18 - قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق ، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2005م.
- 19 - محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية - دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية - ، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1432هـ-2011م.
- 20 - محمد نور علي عبد الله، تحليل مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، عمان، الأردن، 1998م.
- 21 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات) ، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005م.
- 22 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008م.
- 23 - يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان -النشأة والتطور والرؤى المستقبلية-، سلسلة الدراسات والبحوث، الإصدار رقم 19، بنك السودان المركزي، السودان، جوان 2011م.
- 24 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، البحرين، 1431هـ-2010م.
- 25 - مجموعة دلة البركة، الفتاوى الشرعية في الإقتصاد لندوات البركة الأولى 1403هـ حتى السادسة 1410هـ، الطبعة الثالثة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، 1413هـ/1993م.
- ثانياً- رسائل الدكتوراه والماجستير:**
- 26 - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1426هـ-2005م
- 27 - أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009م.
- 28 - شادي صالح البجيرمي، دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر (دراسة ميدانية في المصارف السورية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، غير منشورة، كلية الإقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق، 2010-2011م.
- 29 - عادل بن عبد الرحمان بن أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، غير منشورة، قسم الدراسات العليا الشرعية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، السعودية، 1426هـ-2005م.
- 30 - فاطمة بن الناصر، تسيير مخاطر صيغ التمويل بالمصارف الإسلامية-دراسة حالة بنك البركة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والمالية، غير منشورة، قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، 2008م.
- 31 - محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه، فلسفة في إدارة الأعمال، غير منشورة، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، مصر، 2005م.

ثالثاً - المقالات:

- 32 حسين محمد سمحان، نحو استخدام مؤشرات مالية إسلامية في تقييم المشروعات الاقتصادية، دراسة منشورة بمجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، مخبر العولمة وإقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، السداسي الثاني 2009.
- 33 سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المربحة للأمر بالشراء من الإستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، المجلد الثاني، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988م.
- 34 تيف هشام صباح الفخري، أزمة ديون دبي أسبابها وآثارها الاقتصادية، دراسة مقدمة إلى كلية الاقتصاد، غير منشورة، جامعة حلب، سوريا، 2009م.
- 35 عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد الإسلامي، المجلد رقم: 11، 1419هـ/1999م.
- 36 عبد القادر بريش، قواعد تطبيق الحوكمة في المنظمة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الإقتصادية والإندماج في الإقتصاد العالمي، العدد الأول، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 2006م.
- 37 كمال موسى، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مقال منشور بمجلة الباحث، العدد 3/2004، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة.
- 38 محمد مختار السلامي، الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000/09/22م.
- 39 موساوي زهية، خالدي خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية-فرص وتحديات، مقالة في مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، العدد الرابع.
- رابعاً - المؤتمرات والملتقيات والندوات وحلقات العمل والدورات:
- ✓ دورة تدريبية "شهادة المختص الإسلامي في الأسواق المالية"، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، أوت 2011م
- 40- بشر محمد موفق، الأسواق المالية الإسلامية.
- ✓ Association of Islamic Banking Institutions, Malaysia, Shariah Audit Conference on the 10th May 2011
- 41- عبد الباري مشعل، إستراتيجية التدقيق الشرعي الخارجي: المفاهيم وآلية العمل نظرة مستقبلية في ضوء معايير.
- ✓ ندوة مؤسسات التأمين التكافلي والتأمين التقليدي بين الأسس النظرية والتجربة التطبيقية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25-26/04/2011م
- 42- هوام جمعة، حوكمة الشركات كنظام للرقابة على شركات التأمين التكافلي.

- ✓ ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية، الخرطوم، السودان، المنعقد خلال الفترة 6-7 أبريل 2011م:
- 43- عبد الباري مشعل، حوكمة هيئات الرقابة الشرعية.
- ✓ الملتقى الدولي حول الإقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، المنعقد يومي 23-24 فيفري 2011م:
- 44- الأخضر لقيطي، حمزة غربي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية-.
- 45- علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية
- ✓ يوم دراسي بعنوان: التمويل الإسلامي واقع وتحديات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار التليجي، الأغواط، الجزائر، 9 ديسمبر 2010م
- 46- بن ثابت عادل، عبدي نعيمة، الحوكمة في المصارف الإسلامية
- ✓ المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010م
- 47- آسيا سعدان، وصليحة عماري، تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، دراسة حالة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- 48- عبدالقادر زيتوني، التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية
- ✓ ندوة البركة الحادية والثلاثون للإقتصاد الإسلامي، جدة المملكة العربية السعودية، المنعقد يومي: الأربعاء و الخميس 07-08 رمضان 1431هـ الموافق 18-19 أغسطس 2010م،
- 49- صابر محمد الحسن، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى-تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك.
- ✓ ورشة عمل أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحيات، تنمية، ممارسات دولية"، عمان، الأردن، 18-19/07/2010م
- 50- بدر الدين قريشي مصطفى، إصدار وإدارة الصكوك الحكومية - التطور والتحديات-
- 51- خولة فريز النوباني، الصكوك الإسلامية...تحديات، تنمية وممارسات.
- 52- علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية.
- 53- فتح الرحمن علي محمد صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية.
- ✓ International conference on Islamic Banking and Finance : Cross Border Practices and Litigation, Malaysia(15-16 june 2010)
- 54- زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها
- ✓ ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق 24-25 ماي 2010م

- 55- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية
- 56- حمزة بن حسين الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية
- 18- سعيد محمد بوهراوة، وأشرف وجدي، تقديم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على
- الأصول
- 57- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها
- 58- عبد الله محمد المطلق، الصكوك
- 59- عمار عودة، إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الآثار والأسباب
- 60- يوسف بن عبد الله الشبيلي، إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود والديون وضوابطها الشرعية
- ✓ مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا، المنعقد يومي 27-28/04/2010م:
- 61- جمعة محمد الرقيبي، حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في الصيغ الإسلامية، (المرايحة والمضاربة)
- 62- عبد المجيد الصلاحيين، الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية.
- ✓ الندوة رقم 21، معهد البحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 27-28/04/2010م
- 63- محسن أحمد الخضير، الإدارة في الإسلام.
- ✓ حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها، المنعقد في مجلس دبي الإقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010م
- 64- حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، الخصائص، الإصدار، الإستخدامات، وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها.
- 65- عبد الستار الخويلدي، التحديات العامة للصناعة المصرفية الإسلامية، والتحديات المرتبطة بالصكوك السيادية وشبه السيادية
- 66- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية.
- ✓ الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، قسم العلوم التجارية، جامعة باجي مختار، عنابة، 18-19/11/2009م
- 67- خميلي فريد، شوكال عبد الكريم، الحوكمة والفساد الإداري المالي
- ✓ المؤتمر العالمي حول: قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، مركز الإدارة، كلية أحمد إبراهيم للحقوق، المعهد العالمي لوحة الأمة الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009م
- 68- زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي

- ✓ الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21/10/2009م:
- 69- خميلي فريد، شوكال عبد الكريم، الحوكمة والفساد الإداري و المالي
- 70- مزياني نور الدين، زرزار العياشي، إدارة المخاطر في ظل حوكمة الشركات
- ✓ المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جوان 2009م:
- 71- عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة
- ✓ مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 31ماي- 03 جوان 2009م
- 72- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية
- 73- عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل
- 74- عبدالله منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة
- 75- كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة.
- ✓ مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، 18- 19/05/2009م:
- 76- العياشي الصادق فداد، تعارض المصالح في عمل الهيئات الشرعية
- 77- موسى آدم عيسى، تعارض المصالح في عمل الهيئات الشرعية
- ✓ الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ 26-30 أفريل 2009م
- 78- عجيل جاسم النمشي، ورقة بحث بعنوان: التوريق والتصكيك وتطبيقاتها
- 79- محمد علي قري بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها
- 80- محمد فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها
- ✓ مؤتمر المدققين الشرعيين، شركة شورى للاستثمارات الشرعية، د م، 12/04/2009م:
- 81- مطلق الجاسر، التدقيق الشرعي في المؤسسات المالية الإسلامية.
- ✓ الملتقى الدولي الثالث حول: إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق، المنعقد يومي 25-26 نوفمبر 2008م، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر :
- 82- بالعزوز بن علي، إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر في المعاملات المالية
- 83- جديني ميمي، جديني سامية، دور الحوكمة في إدارة المخاطر في المصارف
- 84- رحيم حسن، ميود زنكري، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية من وجهة نظر رقابية
- 85- سناء عبد الكريم، الخناق، إدارة مخاطر أمنية المعلومات: التهديدات والحماية

- 86- فاتح مجاهدي، محمد مرايمي، إدارة مخاطر البيئة التسويقية بالإعتماد على نظم معلومات الأعمال
- 87- محمد البشير مبيروك، محمود نعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية (العائد-المخاطرة)
- ✓ منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، جويلية 2008م
- 88- فتح الرحمان علي صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية
- ✓ دورة الصكوك، 05-06/06/2008م، الإسكندرية، مصر
- 89- أحمد محيي الدين أحمد، التطبيقات المصرفية لصكوك الإستثمار
- ✓ المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين 27-28 ماي 2008م
- 90- محمد بن علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية
- ✓ مؤتمر المراجعة الداخلية الأول بالسودان، الإدارة العامة للمراجعة الداخلية لأجهزة الدولة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، 20-21 جانفي 2008م
- 91- مصطفى نجم البشاري، أهمية تطبيق معايير حوكمة الشركات لتفعيل نظام المراجعة الداخلية في المؤسسات العامة بالسودان
- ✓ الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سلطة نقد فلسطين، فلسطين، سبتمبر 2007م:
- 92- جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين وإستقرار الأسواق المالية
- ✓ المؤتمر العلمي السنوي الخامس، جامعة فيلادلفيا، الأردن، المنعقد في الفترة من 4 إلى 5/07/2007م:
- 93- نصر عبد الكريم، مصطفى أبو صلاح، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل II : دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين
- ✓ ندوة الأسواق المالية: المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، بالتعاون مع المعهد المصرفي للبحوث والتدريب، الرياض، السعودية، ماي 2007م
- 94- خالد بن عبد الرحمان مشعل، القيم الحالية وسعر الخصم في الإقتصاد الإسلامي
- 95- محمد القطان، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة
- ✓ المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 08 ماي 2007م: تقرير ورشة عمل حول : حوكمة الإلتزام الشرعي في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، مملكة البحرين
- ✓ المؤتمر العالمي الدولي السنوي السابع، إدارة المخاطر وإقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، المنعقد أيام 16-18 أبريل 2007م:
- 96- فارس مسدور، مخاطر القرض الحسن من صندوق الزكاة وسبل تغطيتها

✓ ندوة حوار الأربعاء بعنوان: التحوط في التمويل الإسلامي - Hedging in Islamic Finance - عرض ومناقشة

ورقة سامي سويلم، يعرضه: د. رفيق يونس المصري، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الأربعاء 2007/01/10م،

✓ المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 29-30/10/2006م:

97- القري محمد علي، إستقلالية أعضاء الهيئات الشرعية

✓ مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، ماي 2005م

98- نادية أمين محمد علي، صكوك الإستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها

99- قتيبة عبد الرحمان العالي، صكوك المضاربة الإسلامية

✓ المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية

الإسلامية، 19-20 شعبان 1425هـ، 3-4 أكتوبر 2004م، المنامة، البحرين:

93- رياض منصور الخلفي، إستراتيجية التدقيق الخارجي: مفاهيم وآلية العمل

✓ ندوة الصناعة المالية الإسلامية، التي عقدها المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية

بجدة، الإسكندرية، مصر، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000م

94- محمد عبد الحليم عمر، الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي

✓ ندوة صناديق الإستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، 2 مارس 1997م

95- محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الإستثمار من منظور إسلامي

خامساً- الوثائق:

96 - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والإستثمارات العقارية، ماليزيا،

جانفي 2009م.

97 - -----، المبادئ الإرشادية لضوابط إدارة المؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات

مالية إسلامية، ديسمبر 2006م

98 - -----، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي

تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، ديسمبر 2005م.

سادساً- منشورات المؤسسات:

99 - حسن أبولبدة، قراءة القوائم المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، فلسطين، 2007م

100 - ستاندر أند بورز، مسرد مصطلحات التمويل المنظم، من منشورات مؤسسة ستاندر أند بورز، فرع من شركة

ماكغروهيل كومبانيز، ب ط، ب ت.

سابعاً- التقارير:

101 - التقرير السنوي، سوق الخرطوم للأوراق المالية، عدد 2010م.

102 - التقرير السنوي، بنك السودان المركزي، أعداد متفرقة (من 2005 إلى 2010م).

- 103 -التقرير السنوي، سوق دبي المالي، أعداد متفرقة (من 2005 إلى 2010م).
- 104 -التقرير السنوي، السوق المالية السعودية (تداول)، أعداد متفرقة (من 2005 إلى 2010م).
- 105 -التقرير السنوي، بورصة البحرين، أعداد متفرقة (من 2005 إلى 2010م).
- 106 -التقرير الشهري، هل يعود سوق الصكوك للانتعاش في النصف الثاني من 2009م؟ ، سبائك الإجارة والإستثمار الكويت، ماي 2009.
- 107 -التقرير الخامس، ما تأثيرات الأزمة المالية العالمية على الصناعة المالية الإسلامية، شركة سبائك للإجارة والإستثمار، الكويت، أكتوبر 2008م.

ثامناً- القرارات والقوانين:

- 108 -منشورات قطاع المؤسسات المالية والنظم، الضوابط والتوجيهات الصادرة حتى يناير 2009م، بنك السودان المركزي، سينان العالمية للطباعة المحدودة، الخرطوم، السودان، جانفي 2009م.
- 109 -قانون صكوك التمويل 1995، جمهورية السودان
- 110 -قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، 1994م، جمهورية السودان

تاسعاً- الدوريات:

• المجالات:

- 111 -مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، أعداد متفرقة
- 112 -المجلة المصرفية الصادرة عن المجموعة السعودية للأبحاث والنشر، الرياض، السعودية، (أعداد متفرقة).
- 113 -مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة وإقتصاديات شمال إفريقيا، لجامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، (العدد السابع).
- 114 -مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي، السودان، (أعداد متفرقة)

• الصحف:

- 115 -جريدة الرياض، القسم الإقتصادي، عدد يوم: 2008/07/06
- 116 - الصحيفة الإقتصادية الإلكترونية، العدد 6291.
- 117 -جريدة القبس الكويتية، القسم الإقتصادي، (أعداد متفرقة).

• النشرات:

- 118 -نشرات صندوق النقد الدولي، نشرة يوم 19 سبتمبر 2007م.

عاشراً- المعاجم والقواميس:

- 119 -جمعة علي محمد، معجم المصطلحات الإقتصادية والإسلامية، ط1، مكتبة الكعبان، الرياض، 2000م.
- 120 -محمد عمارة، قاموس المصطلحات الإقتصادية في الحضارة الإسلامية، ط1، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1413هـ-1993م
- 121 -منير البعلبكي، رمزي منير البعلبكي، المورد الحديث -قاموس إنجليزي، عربي-، ط2، دار العلم للملايين، لبنان، جانفي 2009م.

إحدى عشر - مقالات وبحوث ودراسات متاحة على شبكة الإنترنت:

- 122 - أحمد مصطفى، الصكوك الإسلامية والشريعة في بريطانيا، بي بي سي، لندن، كتب المقال بتاريخ 2008/03/17. متاح على الموقع www.news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid.../7299940.stm. تاريخ التصفح: 2011/04/24
- 123 - حمزة عبد الكريم حماد، دراسة بعنوان: المخاطر الأخلاقية في المضاربة التي تجربها المصارف وكيفية معالجتها، متاح على الرابط: www.isegs.com/forum/archive/index.php/t.4152.html، تاريخ التحميل: 2011/07/28م ،
- 124 - -----، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، مفهوما، طبيعتها، مصادرها، وآثارها ، متاح على الرابط: <http://books.bdr130.net/235.himl>، تاريخ الإطلاع: 2011/07/07.
- 125 - حسين حسين شحاته، المعالجة المحاسبية للصكوك الإسلامية، متاح على الرابط: <http://www.kantakji.com/figh/files/morkets/F242.doc> ، تاريخ التحميل: 12/12/2010
- 126 - سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://www.iraqism.com/vb/attachment.php?attachmentid=285&d=1253890482>. تاريخ التحميل: 2009/09/09م.
- 127 - عبد الحي يوسف، 80% من حاملي الصكوك غير مسلمين شهد طفرة إصدارات لا سابق لها، تاريخ المقال: 2006/10/23، متاح على الرابط www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/.../525252.txt، تاريخ التصفح: 2011/04/24.
- 128 - عبد العظيم أبوزيد، الشركة ذات الغرض الخاص، مهامها وضوابطها الشرعية، ورقة بحث متاحة على الموقع الإلكتروني للمجلس العام للبنوك و المؤسسات الإسلامية، على الرابط: <http://www.cibafi.org/newscenter/SavePage.aspx?id=11526>، تاريخ الإطلاع: 2012/05/19.
- 129 - غالب عوض الرفاعي، وخديجة خالدي، مخاطر الاستثمار في البنوك الإسلامية التقليل منها، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/?p=5473>، تاريخ التحميل: 2011/12/12م.
- 130 - فضل عبد الكريم محمد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://Islamiccenter.kau.edu.sa/Arabic/hewar-Arabea/abs/pdf-Hiwar3/243.pdf>، تاريخ الزيارة: 2011/07/07.
- 131 - كمال توفيق خطاب، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، ورقة بحث متاحة على: www.kantakji.com/fiqh/Files/Wakf/z130.pdf، تاريخ الإطلاع: 2010/06/02.
- 132 - محمد سهيل الدروبي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، ملخص محاضرات لمقرر دبلوم علوم المصارف الإسلامية، متاح على الرابط: www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/91806.ppt، تاريخ التحميل: 2009/11/06 ،
- 133 - محمد علي القرني، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية، ومقترحات لمواجهاتها، تلخيص: بشر موفق، متاح على الرابط: www.kantakji.com/figh/bank.htm، تاريخ الزيارة: 2011/10/23،
- 134 - محمد نور علي عبد الله،: تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1998م ، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.almaktabah.net، تاريخ الزيارة: 2011/07/07،

- 135 - ملهم الجزماتي، أزمة دبي العالمية، مقال متاح على الرابط: www.kantakji.com/fiah/files/markets/c192.docx
- 136 - وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، ورقة بحث مرسله إلى المعهد العربي للتخطيط، الكويت، رقم: API/WPS/0903، متاح على الرابط: www.arab-api.org/cv/weshah-cv/weshah/wps0903.pdf، تاريخ الإطلاع: 2011/03/02
- 137 - يوسف الشبيلي، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة، محاضرة أقيمت في دورة بحفر الباطن، السعودية، 1426 هـ، متاحة على الرابط: <http://www.shubily.com/books/tatbiqat.pdf>، تاريخ التحميل: 2012/03/29
- 138 - برنامج تدريبي بعنوان: أساسيات في الإستثمار (العائد والمخاطرة)، التدريب عن بعد عبر شبكة الإنترنت، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، متاح على الرابط: www.arab-api.org/cours1/c1-1.htm، تاريخ التصفح: 2011/07/25م.
- 139 - المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: رصد تاريخ الصكوك الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، متاح على الرابط: www.cibafi.org، زيارة الموقع بتاريخ: 2010/03/26.
- 140 - دراسة بعنوان: الإرتباط والاندثار الخطي البسيط، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.Jamasi.com/ehsa/correlation/linerok.html، تاريخ التصفح: 2011/07/25م
- 141 - دراسة بعنوان: المخاطر وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، متاح على الرابط: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20032.doc، تاريخ التحميل: 2011/07/18م.
- 142 - ورقة بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، متاح على الرابط: syrianfinance.org/assets/files/20033.doc، تاريخ الإطلاع: 2011/04/18.
- 143 - مقال بعنوان: 57% من دائني "الاستثمار" يوافقون على خطة إعادة الهيكلة، متاح على الرابط: <http://www.gulfbase.com/site/interface/arabic/NewsArchiveDetails.aspx?cntr=0&n=140763>، تاريخ الإطلاع: 2011/03/07م

III - المراجع باللغة الأجنبية:

WORKS :

- 1- Andreas Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills ,and Amadou Sy, Islamic Bond Issuance— What Sovereign Debt Managers Need to Know, IMF policy discussion paper, PDP/08/3, international monetary fund, July 2008.
- 2- Borgsdorf Del, & Pliszka Dan., Manager your risk or risk your management , Public Management (US), Dec 1999.
- 3- The Institute Of Risk Management, A Risk Management Standard, AIRMIC, ALARM, IRM, London, 2002.

CONFERENCE:

- 4- Gérard CHARREAUX, Vers Une Theorie Du Gouvernement Des Entreprises, séminaires doctoraux des IAE de Dijon et de Lyon III pour leurs commentaires et suggestions, Université de Bourgogne, Dijon, France, Mai 1996.

GUIDES:

- 5- Dow Jones Index, **Guide to the Dow Jones Citi Groub Sukuk** index, CME group index services LLC, New York, USA, 2003, p3. And visit: www.djindexes.com.
- 6- The Financial Services Roundtable, **Guiding Principals in Risk Management For U.S. Commercial Banks**, USA, Washington, June 1999.

PERIODICALS:

- 7- Thomas A. Stewart, **Management risk in the 21st century**, FORTUNE Magazine, 7 February, 2000.
- 8- Zawya sukuk monitor, **Sukuk quarterly bulletin**, issues (1Q-4Q2009,1Q-4Q2010, 4Q11)

REPORTS:

- 9- Cadbury Committee, **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**, 1edition, Gee (a division of Professional Publishing Ltd), South Quay Plaza, London, Dec 1992.
- 10-Dow Jones Citi Groub , **Sukuk Index**, Fact sheet 30/09/2011. And visit: www.djindexes.com
- 11-International Islamic Financial Market, **Acomprehensive study of global sukuk market**, sukuk report, 2^{eme} Edition, Manama, Kingdom of Bahrein,May 2011
- 12-Zawya sukuk monitor, Zawya report: **2010 year in review**,
- 13-Zawya sukuk monitor, Zawya report: **collaborative sukuk report-an agenda setting study for the growth and development of the glopal sukuk industry**, zawya, 2009.

WEBSITES:

- 1- www.almasrifiah.com مجلة المصرفية
- 2- www.arab-api.org المعهد العربي للتخطيط
- 3- www.ar.wikipedia.org ويكيبيديا الموسوعة الحرة
- 4- www.bankofengland.co.uk بنك المملكة المتحدة المركزي
- 5- www.cbos.gov.sd بنك السودان المركزي
- 6- www.cibafi.org مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية
- 7- www.djindexes.com مؤشرات داوجونز
- 8- www.fiqhacademy.org مجمع الفقه الإسلامي الدولي
- 9- www.iefpedia.com موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي
- 10- www.lmcbahrain.com مركز إدارة السيولة بالبحرين
- 11- www.iid-alraid.de/Hadeethlib/hadethb.htm موسوعة الحديث الشريف
- 12- www.imf.org صندوق النقد الدولي
- 13- www.isegs.com الموقع العالمي للإقتصاد الإسلامي
- 14- www.kantakji.com مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية
- 15- www.shahama-sd.com شركة السودان للخدمات المالية المحدودة
- 16- www.zawya.com عالم الإقتصاد والأعمال في الشرق الأوسط

الملحق رقم (01): نموذج عن شهادات صكوك مشاركة البنك المركزي (شمم)

الملحق رقم 1

بنك السودان المركزي

رقم الوثيقة :
NO 0000413

شركة التتداول للخدمات المالية
شركة خاصة محدودة
وثيقة

نحذ انشهد بان السيد/السادة /

هو المالك المسجل لعدد شهادة من بين (ثلاثة الف وثمناثة
وأربعين شهادة) من شهادات مشاركة شركة البنك المركزي تمثيلية مساهمات
بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني بالبنوك السودانية ، وتبلغ
القيمة الاسمية للشهادة الواحدة عشرة مليون جنيه سوداني .
هذه الشهادات تخضع لاحكام عقد تأسيس ولائحة الشركة ،
وهي قابلة للتداول بشرط تسجيل جميع عمليات التداول بسجلات الشركة .

المدير المالي للشركة

الإسم :
التوقيع :

مدير عام الشركة

الإسم :
التوقيع :

عنوان الشركة المستوعبات

الإسم :
التوقيع :

الإسم :
التوقيع :

أجزاء من التداول يظهر الشهادة

الملحق رقم (02): نموذج عن شهادات صكوك المشاركة الحكومية (شهادة)

جمهورية السودان
شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

الملحق رقم (2)

رقم الشهادة: [] [] [] [] [] [] [] [] [] []
 رقم الإصدار: [] [] [] [] [] [] [] [] [] []
 تاريخ الإصدار: [] [] [] [] [] [] [] [] [] []
 هجرتي: [] [] [] [] [] [] [] [] [] []
 الولاية: [] [] [] [] [] [] [] [] [] []

شهادة المشاركة الحكومية

شهادة

هذا يشهد بأن السيد / السادة / هو المالك
 المحفل لعدد شهادة من بين من
 شهادات المشاركة الحكومية التي تمثل نسبة بنسب حقوق ملكية الدولة المخصصة للتعامل في شهادات المشاركة
 الحكومية (شهادة) .
 تبلغ القيمة الاسمية للشهادة الواحدة ٥٠٠٠ دينار (خمس مائة الف دينار سوداني) .
 هذه الشهادات تخضع لأحكام لائحة شهادات المشاركة الحكومية لسنة ١٩٩٩م. وعقدت تأسيس ولائحة الشركة .
 وهي قابلة للتداول ويتمتع مالكيها بحق استرداد حصة (القيمة الشهادة وعائداتها) وفق المعاملات المالية
 الاعلامية عند حلول أجلها المحدد من تاريخ إصدارها بشرط تسجيل عمليات التداول
 بسجلات الشركة .

المدير المالي للشركة:
 الاسم:
 التوقيع:
 التاريخ:

مدير عام الشركة:
 الاسم:
 التوقيع:
 التاريخ:

عن وزارة المالية والاقتصاد الوطني
 مدير إدارة الاستثمار والصكوك الحكومية

الاسم:
 التوقيع:
 التاريخ:

لغرض التداول بهذه الشهادة

وأي كسب أو تعديل في محتويات الشهادة باليد

الملحق رقم (03): نموذج عن شهادات صكوك إجارة البنك المركزي (شهاب)

بسم الله الرحمن الرحيم

الملحق رقم (3)
شركة السلفدار الائتمانات المالية المتضمنة
SUDAN FINANCIAL SERVICES Co. LTD
شهادة صكوك إجارة بنك السودان
[شهاب]

رقم الوثيقة

التاريخ
 القيمة الاسمية للصك

بشأننا نتعهد بأن الصادة هو المالك المسجل
 لعدد صك بقيمة فقط

من صكوكنا إجارة بنك السودان، والتي تشمل خمسة سائفة في التوسعة الاستثماري
 للصكوك وفق نشرة الإصدار رقم (١) بتاريخ ٢٠٠٥/٨/٣٠ م.
 تكون قيمة الصكوك مستحقة الدفع بالكامل عند تقديمها وهي قابلة للتداول في
 السوق الثانوية وسوق ما بين البنوك. ويتم توزيع عائد الإيجار شهرياً.
 هذه الشهادة خاضعة لقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥ م
 صدرت هذه الشهادة بتاريخ

لا تدفع الشركة الزكاة على هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم من هذه الصكوك بأنفسهم

المدير المالي للشركة
 الاسم: _____
 التوقيع: _____

مدير عام الشركة
 الاسم: _____
 التوقيع: _____

أي كسب أو تعديل في محتويات هذه الشهادة يُلغى

الملحق رقم(04): نموذج عن شهادات صكوك الإستثمار الحكومية (صرح)



الملحق رقم(05): منهجية حساب مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

المنهجية العامة: تستخدم الصيغ أدناه لاحتساب مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية بالعملة المحلية ، وذلك وفقاً للمنهجية العامة التي يعتمدها صندوق النقد العربي لحساب لمؤشرات اسواق المالية العربية بهدف حساب مؤشره المركب، ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}$$

حيث:

(M_{ad}) : القيمة السوقية المعدلة لمؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

M_i =القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

I_i = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

Q_{i-1} = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

الملحق رقم(06): إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة في المؤشر العالمي Dow Jones Citi Group Sukuk Index

Name	Coupon	Maturity	PAR (\$MM)	Quality	Country	Stated Coupon
CBB International Sukuk Company	1.272	03/18/2013	350	BBB	Bahrain	Floating-rate
CBB International Sukuk Company	6.247	06/17/2014	750	BBB	Bahrain	Fixed-rate
Rak Capital	8.000	07/22/2014	400	A	UAE	Fixed-rate
Petronas Globak Sukuk Ltd	4.250	08/12/2014	1500	A-	Malaysia	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	3.172	09/16/2014	850	AAA	Supranational	Fixed-rate
TDIC Sukuk Ltd	4.949	10/21/2014	1000	AA	UAE	Fixed-rate
GE Capital Sukuk Ltd	3.875	11/26/2014	500	AA+	United States	Fixed-rate
Malaysia Sukuk Global	3.928	06/04/2015	1250	A-	Malaysia	Fixed-rate
QIB Sukuk Funding Ltd	3.856	10/07/2015	750	A	Qatar	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	1.775	10/27/2015	500	AAA	Supranational	Fixed-rate
ADIB Sukuk Co Ltd	3.745	11/04/2015	750	A	UAE	Fixed-rate
Rak Capital	5.239	01/28/2016	400	A	UAE	Fixed-rate
SIB Sukuk Co II Ltd	4.715	05/25/2016	400	BBB+	UAE	Fixed-rate
IDB Trust Services Ltd	2.350	05/25/2016	750	AAA	Supranational	Fixed-rate
HBME Sukuk Co Ltd	3.575	06/02/2016	500	A+	United Kingdom	Fixed-rate
Wakala Global Sukuk BHD	2.991	07/06/2016	1200	A-	Malaysia	Fixed-rate
FGB Sukuk Co Ltd	3.797	08/02/2016	650	A	UAE	Fixed-rate
MBB Sukuk Malayan	0.763	04/25/2017	300	BBB+	Malaysia	Floating-rate
DP World Sukuk Ltd	6.250	07/02/2017	1500	BBB-	UAE	Fixed-rate
Wakala Global Sukuk BHD	4.646	07/06/2021	800	A-	Malaysia	Fixed-rate

الملحق رقم(07): المنهجية العامة لحساب معدل العائد لـ (Dow Jones Citi Group Sukuk Index)

Beginning-of-Period Value	=	(Beginning Price + Beginning Accrued) x Beginning Par Amount Outstanding
End-of-Period Value	=	[(Ending Price + Ending Accrued) x (Beginning Par Amt. Outstanding - Principal Payments)] + Coupon Payments + Principal Payments + Reinvestment Income
Total Rate of Return (%)	=	[(End-of-Period Value/Beginning-of-Period Value)-1] x 100