جامعة قاصدي مرباح – ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الفرع: علوم مالية ومحاسبة، تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية

في ضوء أزمة صكوك دانة غاز 2017

من إعداد الطالبتين:

- سعداوي كنزة
- ربوح أم الذهب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2026/05/17

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/بوختالة سمير.....(أستاذ جامعة ورقلة) رئيساً

د/مدور عبد الحميد.....(أستاذ جامعة ورقلة) مشرفاً ومقرراً

أ.د/بن زيد ربيعة.....(أستاذ جامعة ورقلة) مناقشاً

السنة الجامعية: 2026/2025

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التجارية وعلوم التسيير

الفرع: علوم مالية ومحاسبة، تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية

في ضوء أزمة صكوك دانة غاز 2017

من إعداد الطالبتين:

- سعداوي كنزة
- ربوح ام الذهب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2026/05/17

أمام اللجنة المكونة من السادة الأساتذة:

د/بوختالة سمير.....(أستاذ جامعة ورقلة) رئيساً

د/مدور عبد الحميد.....(أستاذ جامعة ورقلة) مشرفاً ومقرراً

د/بن زيد ربيعة.....(أستاذ جامعة ورقلة) مناقشاً

السنة الجامعية: 2026/2025

الإهداء

إلى كل عثرة علمتني القوة ولم تكن سقوطاً، بل محطة انطلاق.

إلى كل حلم قادني إلى هذه اللحظة ولم يكن وهماً، بل خريطة طريق.

إلى كل نجاح ذكرني بالتواضع ولم يكن غروراً، بل حافزاً للتقدم.

أهدي هذا الإنجاز: إلى قوة "الأمل" الذي لم ينطفئ.

إلى جمر "الطموح" الذي لم يخمد إلى إصرار "الإرادة" التي حوّلت المستحيل إلى ذكرى

إلى الإنسان الذي أصبحته بعد هذه الرحلة. هذه الورقة ليست مجرد حبر، بل هي قلب أمي الذي خفق بالدعاء حتى آخر ساعة امتحان.. إلى الحنان الذي لا ينضب حكاية أبي التي سقاها بالإيمان حتى صارت عقيدة في قلبي.. إلى الحكمة التي لا تُقدّر بثمن. عرق جبيني الذي اختلط بأحلام الماضي وآمال المستقبل، فهذا الإنجاز هو نتيجة دفء الأول وعمق الثاني.

وإلى نفسي.. التي مرت على حافة اليأس ولم تسقط، التي رأت في النجاح مسؤولية لا متعة فقط، التي آمنت أن وراء الجبل جبلاً آخر، وأن التحدي الأكبر يبدأ من حيث ينتهي الآخرون.

أخيراً..أقول لكل من رآني في الصغر وأحالني في الكبر، لكل من مدّ لي يد العون أو كلمة الأمل، لكل من ساهم في صناعة هذه اللحظة الشكر لكل من كان وقود هذه النار قدّمتم لي ما لا يُقدّر بثمن، وأنا أردّه حرفاً من نور في سفر نجاحي، ووعداً من القلب بأن تكون الخطوات القادمة أكثر إشراقاً وإنجازاًفهذا الإنجاز.. هو لكم، ومنكم، وإليكم.

كنزة

الإهداء

بعد مسيرة دراسية رأت سنوات حملت في طياتها الكثير من الصعوبات والمشقة والتعب، ها أنا اليوم أقف علي عتبة تخرجي أو خلف ثمار تعبي وأرفع قبعتي بكل فخر، فاللهم لك الحمد قبل أن ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا، لأنك وفقتني على إتمام هذا العمل وتحقيق حلمي ... أهدي هذا النجاح

إلى الذي زين اسمي بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة، إلى من غرس في روحي مكارم الأخلاق ودعمي الأول في مسيرتي وسندي وقوتي وملاذي بعد الله ... إلى فخري واعتزازي(والدي)

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها، قبل يدها وسهلت لي الشدائد بدعائها ذات القلب الحنون والشمعة التي كانت لي في الليالي الظلمات سر قوتي ونجاحي ومصباح دربي إلى وهج حياتي (والدتي)

وإلى ضلعي الثابت وأمان ايامي

إلى ملهمي نجاحي الى من شددت عضدي بهم إنهم إلى ينابيع ارتوي منها

خيرة أيامي وصفوتها إلى قرة عيني (اخوتي وأخواتي)

لكل من كان عوناً وسنداً في هذا الطريق... أهديكم هذا الإنجاز وثمرة نجاحي الذي لطالما تمنيته

لهذا أنا اليوم أتممت أول ثمراته راجية من الله تعالى أن ينفعني بما علمني وأن يعلمني ما أجهل وأن تجعله حجة لي لا علي

أم الذهب

الشكر والعرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، والحمد لله الذي أنار لنا درب العلم ووفقنا لإتمام هذا الجهد،

نتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذنا الفاضل المشرف على هذه المذكرة الأستاذ

مدور عبد الحميد الذي لم يبخل علينا بعلمه الوافر وتوجيهاته القيمة، وكان لصبره وسعة صدره الأثر

الأكبر في تقويم هذا العمل وإخراجه على أبهى صورة فجزاه الله عنا خير الجزاء،

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الموقرين، لتفضلهم بقراءة هذه المذكرة وتقويمها،

فملاحظاتهم هي الزاد الذي سنستكمل به مسيرتنا العلمية.

والشكر موصول إلى كل أساتذتنا فيكلية الذين نهلنا من علومهم طيلة سنوات الدراسة،

وإلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة من قريب أو بعيد، سواء بكلمة تشجيع أو بتوفير معلومة أو مصدر بحثنا

ختاماً، أسأل الله العلي القدير أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، وأن ينفع به، ويجعله

خطوة أولى في طريق النجاح والتميز.

الملخص:

تتمحور هذه الدراسة حول تقييم وتفكيك مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال تحليل أعمق الأزمات المعاصرة تعقيداً في الأسواق المالية؛ وهي أزمة تعثر صكوك دانة غاز لعام 2017 .حيث تم الاعتماد على دمج منهجي بين المنهجين: الوصفي والتحلي ومنهج دراسة الحالة، لتتبع جذور النزاع منذ إصدار الصكوك كعقد مضاربة. وما تلا ذلك من صراعات قانونية وقضائية عابرة للحدود بين محكمتي لندن والشارقة، بعد تذرع الشركة بعدم مشروعية الصكوك شرعاً وقانوناً للتنصل من التزاماتها المالية وتجنب شرط تحويل الصكوك إلى أسهم .وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة جوهرية تُثبت وجود قصور ملموس في نماذج التقييم الائتماني التقليدية، لتركيزها على المؤشرات المالية البحتة وإغفالها الأبعاد القانونية والشرعية الديناميكية.

الكلمات المفتاحية:صكوك إسلامية، مخاطر، تعثر، استثمار.

Abstract:

This study centers on evaluating and deconstructing the risks associated with Islamic Sukuk by analyzing one of the most complex contemporary crises in financial markets: the 2017 Dana Gas Sukuk default. The study relies on a methodological integration of descriptive, analytical, and case-study approaches to trace the roots of the dispute since the Sukuk were initially issued as a Mudarabah contract. It further examines the subsequent cross-border legal and judicial conflicts between the courts of London and Sharjah, which erupted after the company claimed that the Sukuk were non-compliant with Sharia and unlawful under domestic law, using this as a pretext to evade its financial obligations and avoid the Sukuk-to-equity conversion clause. The study concludes with a fundamental finding that proves a tangible deficiency in conventional credit rating models, owing to their exclusive focus on purely financial indicators while overlooking dynamic legal and Sharia dimensions

Keywords: Islamic Sukuk, Risks, Investment.

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء 1 +2.....	IV+III
الشكر والعرفان.....	V
الملخص.....	VI
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول.....	VIII
مقدمة.....	أ
الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة للصكوك الإسلامية ومخاطرها	
تمهيد.....	02
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي والنظري للصكوك.....	03
المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....	21
خلاصة الفصل.....	30
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لشركة دانا غاز DANA GAS	
تمهيد.....	32
المبحث الأول:	33
المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.....	37
خلاصة الفصل.....	45
خاتمة.....	46
قائمة المصادر والمراجع.....	50
قائمة الملاحق.....	56
الفهرس.....	72

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	يوضح التتبع الزمني والمحاسبي بمراحل هيكلة وتصفية صكوك شركة دانة غاز (2005–2020)	17
(2-2)	تصنيف وثائق الصكوك والقانون الحاكم لها	26
(3-2)	يوضح المقارنة المرجعية بين أزمات الصكوك الكبرى	29

مقدمة

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز الأدوات التمويلية المبتكرة التي شهدت أسواقها نموا متسارعا في العقدين الأخيرين لاسيما بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 وبحسب التقديرات وكالات التصنيف الائتمان العالمية مثل " فيتش" فإن حجم إصدارات الصكوك يتجه نحو تجاوز عتبات ترليونية بحلول الأعوام القليلة قادمة. ويعود هذا الإقبال المتزايد إلى قدرة الصكوك على تعبئة مدخرات العاطلة، وتوفير السيولة اللازمة للمشاريع الكبرى، مما جعلها بديلا استراتيجيا ومنافسا قويا للسندات التقليدية الربوية. ومع ذلك، فإن هذا النمو لا يحجب حقيقة أن الصكوك تظل عرضة لمجموعة من المخاطر المعقدة، ففي ظل تقلبات الأسواق المالية، قد تعجز أدوات التحوط أحيانا عن تفادي مخاطر التعثر أو التخلف عن السداد. وهنا يواجه المستثمرون تحديات جسيمة، بداية من خسارة حصص في المشاريع وصولا إلى فقدان الأرباح المتوقعة، بينما تواجه شركات المصدرة مخاطر السمعة وفقدان الثقة السوقية.

تبرز أهمية دراسة هذه المخاطر بشكل جلي عند النظر في التجارب الواقعية، حيث تظل قضية شركة "دانة غاز" نموذجا محوريا في تاريخ تمويل الإسلامي، نظرا لما أثارته من تساؤلات حول "مخاطر الهيكلية" ومدى توافقها المستمر مع أحكام الشريعة، وكيف يمكن أن تؤدي النزاعات القانونية حول شرعية الصكوك إلى تعثر مالي وقانوني يؤثر على حقوق جميع الأطراف.

أ- **إشكالية الدراسة:** بناءً على ما تقدم، تبلورت إشكالية هذه الدراسة في تساؤل رئيسي التالي:كيف انعكس تعثر صكوك شركة دانا غاز على فعالية نماذج تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية؟

وللإحاطة بمختلف جوانب هذه الإشكالية، يمكن طرح **الأسئلة الفرعية** التالية:

1- ما المقصود بالصكوك الإسلامية؟ وما هي أهم المخاطر المرتبطة بها.
2- ما هي أبرز آليات تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية؟
3- ما هي العوامل المالية والشرعية والقانونية التي ساهمت في تعثر صكوك شركة دانا غاز؟

ب- فرضيات الدراسة:

بناءً على ما تم طرحه من التساؤلات الفرعية السابقة يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لاختبارها وهي على النحوالتالي:

1- يبعكس تعثر صكوك دانا غاز وجود قصور نسبي في فعالية نماذج تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية نتيجة لعدم قدرتها على الإحاطة بالمخاطر المالية والشرعية والقانونية.
2- تتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر متعددة تتجاوز المخاطر التقليدية المرتبطة بالسندات، بسبب خصوصية هياكلها الشرعية والتمويلية.
3- تركز نماذج تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية بصورة أكبر على الجوانب المالية، مع محدودية إدماج المخاطر الشرعية والقانونية ضمن عملية التقييم.

4- يمكن تحسين فعالية تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال تطوير نماذج تقييم شاملة تجمع بين التحليل المالي والشرعي والقانوني.

ت- مبررات اختيار الموضوع:

لم يكن اختيار هذا الموضوع وليد الصدفة، بل جاء نتيجة مجموعة من المبررات العلمية والعملية، أهمها:

- ✓ الحداثة والأهمية: الرغبة في تسليط الضوء على "صكوك دانا غاز "كواحدة من أكثر الحالات الدراسية تعقيدا في تاريخ المالية الإسلامية، وما أثارته من جدل قانوني وشرعي.
- ✓ ندرة الدراسات الميدانية: قلة الدراسات التي تربط بين "النظرية الشرعية "و"آليات التقييم الائتماني" التطبيقية لمخاطر الصكوك في الشركات الطاقوية.
- ✓ التخصص الأكاديمي: الرغبة في تعميق المعارف المكتسبة في تخصص (مالية المؤسسة) من خلال تطبيقها على أداة مالية الإسلامية معقدة.

ث-أهداف الدراسة:

- ✓ تحديد طبيعة ونوعية المخاطر التي واجهتها صكوك دانا غاز وتصنيفها (مالية وتشغيلية وقانونية وشرعية).
- ✓ فحص وتقييم الأدوات التي استخدمتها الشركة ووكالات التصنيف الائتماني لقياس تلك المخاطر ، وبيان أماكن القصور فيها.

ج- أهمية الدراسة:

- ✓ إثراء البحث الأكاديمي في مالية المؤسسة: تساهم الدراسة في سد فجوة بحثية في المكتبات الجامعية (خاصة الوطنية والجهوية) عبر تقديم تتبع مالي ومحاسبي دقيق للنزاعات المالية الكبرى، وربط التحليل الرقمي بالأطر التشريعية والفقهية الدولية.
- ✓ تأصيل مفاهيم المخاطر غير النمطية: تقدم الدراسة إطاراً مفاهيمياً متجدداً حول "المخاطر الديناميكية" مثل مخاطر الامتثال الشرعي وتنازع القوانين العابر للحدود مبينة كيف يمكن لمتغيرات غير مالية أن تعصف بالاستقرار المالي للمؤسسات وتؤدي إلى تعثر أدواتها التمويلية .
- ✓ البناء على معايير الهيئات الدولية تبرز الدراسة الأهمية الأكاديمية لمتابعة وتفتيش تحديثات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية(AAOIFI) ، ومدى تأثير تكييف المعايير الشرعية على استمرارية العقود الاستثمارية.
- ✓ نمذجة سيناريوهات التعثر وإعادة الهيكلة توفر هذه الدراسة للممارسين في الأسواق المالية، ومديري الاستثمار، وإدارات المخاطر في الشركات المساهمة. "دليلاً عملياً" لكيفية التعامل مع الصكوك المتعثرة، وهندسة اتفاقيات الصلح وتحويل الهياكل العقودية لتفادي الإفلاس التام.

ح – منهجية الدراسة: المنهج الوصفي التحليلي

1. الشق الوصفي: تم استخدامه في رصد وتوصيف الأطر النظرية للصكوك الإسلامية، وتبويب أنواع مخاطرها الائتمان السيولة، مخاطر الامتثال الشرعي والقانوني

2. الشق التحليلي: تم تطبيقه من خلال إخضاع البيانات المالية، والوثائق التعاقدية والتقارير السنوية المنشورة لشركة "دانا" غاز" للتحليل والفرز، لاستنباط الأسباب الحقيقية التي أدت إلى تعثر الإصدارات المتتالية.

3. منهج دراسة الحالة

- ✓ يعد المنهج الرئيسي والعمود الفقري للجانب التطبيقي في هذه المذكرة. حيث تم التركيز بشكل رأسي وعميق على شركة "دانا غاز" كعينة دراسة نموذجية وفريدة.
- ✓ أتاح هذا المنهج تتبع الدورة الحياتية الكاملة للأزمة عبر مسار زمني ممتد من الإصدار الأول عام 2007، مروراً بمحطات التعثر وإعادة الهيكلة، وصولاً إلى التسوية والإطفاء التام عام 2020.
- ✓ يبرز استخدام هذا المنهج في قدرته على تتبع تشابك المتغيرات غير المالية كالقرارات القضائية الدولية وتغير معايير الأيوفي (AAOIFIمع المتغيرات والمؤشرات المحاسبية والمالية الصرفة للمؤسسة.

4. المنهج التاريخي

- ✓ تم توظيفه لاستعراض التسلسل الزمني الدقيق وتطور النزاع المالي والقانوني عابر الحدود بين المحاكم المحلية (محكمة الشارقة والمحاكم الدولية (محكمة لندن)، مما ساعد في فهم كيف تحولت طبيعة الصكوك وهيكلها الفقهي عبر الزمن لمعالجة حالات التعثر.

5. المنهج المقارن

- ✓ تم استخدامه في الجانب التطبيقي للمقارنة بين الهياكل التعاقدية والشرعية المختلفة التي مرت بها صكوك الشركة وتحديداً المقارنة بين صيغة صكوك المضاربة المجينة (المصدرة عام 2007 والمعاد هيكلتها عام 2013) والتي تسببت في أزمة الامتثال الشديدة، وبين صيغة صكوك الإجارة المدعومة بأصول حقيقية المعتمدة في تسوية الصلح لعام 2018 والتي قادت الشركة إلى التصفية والإطفاء النهائي الناجح.

خ- أدوات الدراسة المستخدمة:

تتطلبت المعالجة التطبيقية لإشكالية المذكرة والتحقق من فرضياتها، الاعتماد على أدوات منهجية تتلاءم مع طبيعة دراسة الحالة الاقتصادية والقانونية لشركة "دانا غاز". وبناءً عليه، تم تقسيم أدوات جمع البيانات وتحليلها إلى المستويات التالية :

- التقارير الرسمية: تم الاعتماد على التقارير المالية السنوية المدققة والملاحق الإيضاحية المنشورة من قبل شركة دانا غاز DANA GAS PJSCعبر نافذة علاقات المستثمرين في سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ وذلك لغرض رصد مؤشرات السيولة وتحليل أثر التعثر الائتماني .

- الوثائق والاتفاقيات التعاقدية "نشرات الإصدار": مراجعة الشروط الهيكلية الواردة في نشرات الإصدار وعقود الثقة Trust Deedsالخاصة بالإصدارات المتتالية للشركة، وتحديداً: إصدار صكوك المضاربة لعام 2007، وهيكلة صكوك الشريحتين لعام 2013، وصولاً إلى اتفاقية الصلح وصكوك الإجارة لعام 2018.

- الأحكام والمستندات القضائية: تتبع وتحليل نصوص القرارات والأحكام الصادرة عن الجهات القضائية المتنازعة عابرة الحدود "محكمة الشارقة الاتحادية في البيئة المحلية، والمحكمة الإنجليزية العليا في لندن"؛ لفك التداخل بين القانون الحاكم وتعهد الشراء.
- المعايير والضوابط الشرعية الدولية: الاعتماد على المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI كأداة مرجعية، وبالأخص المعيار الشرعي رقم 17 "لمعايرة وتحليل مخاطر الامتثال الشرعي الديناميكي.

د–حدود الدراسة:

لإعطاء البحث صبغة علمية دقيقة ومحددة، تم ضبط الدراسة وفق الحدود التالية :

1. الحدود الموضوعية :تقتصر هذه الدراسة موضوعياً على تقييم ومناقشة مخاطر الصكوك الإسلامية، مع التركيز الخاص على : المخاطر الناشئة عن تغير معايير الامتثال الشرعي "معايير AAOIFI" المخاطر القانونية المرتبطة بتنازع القوانين بين القانون الإماراتي والإنجليزي وتحليل الآليات الحسابية والمالية التي اتبعتها الشركة لإعادة هيكلة دين الصكوك وتصفيته كلياً.
2. الحدود المكانية :

المحيط الاستثماري والقانوني الإقليمي: دولة الإمارات العربية المتحدة، وتحديداً إمارة الشارقة "مقر شركة دانا غاز ومحاكمها الابتدائية" وإمارة أبوظبي "مكان إدراج أسهم الشركة في السوق المالي.

المحيط القانوني الدولي: المملكة المتحدة "لندن"، حيث خضعت مستندات تعهد الشراء ومقاصة الصكوك للقانون الإنجليزي وللحاكم البريطانية، مما جعل الجغرافيا المكانية للدراسة ذات طابع عابر للحدود.

3. الحدود الزمنية:

تمتد الدراسة عبر الفترة الزمنية الواقعة بين 2005 و 2020، وهي فترة تشمل الدورة الحياتية الكاملة للأزمة وتتوزع كالتالي:

- ✓ 2007 – 2005: مرحلة تأسيس الشركة وإطلاق الإصدار الأول للصكوك بقيمة 1 مليار دولار .
- ✓ 2013مرحلة التعثر الأول وإعادة الهيكلة وتقسيم الصكوك لشريحتين .
- ✓ 2018 – 2017: انفجار أزمة بطلان الصكوك شرعاً، والمناورات القضائية، ثم الوصول لتسوية صلح جديدة .
- ✓ نوفمبر 2020 : التاريخ الحاسم للإطفاء النهائي والتصفية المحاسبية التامة لكافة مستحقات الصكوك المعلقة.

ذ–صعوبات الدراسة:

- ✓ واجه إعداد هذه الدراسة التطبيقية مجموعة من التحديات والصعوبات الميدانية والمنهجية، تم التغلب عليها بفضل التوجيه المستمر، وتتمثل في :
- ✓ طبيعة الموضوع المعقدة :تداخل الأبعاد الفقهية والشرعية الديناميكية مع الأبعاد القانونية الدولية "القانون الإنجليزي والبيئات القضائية المختلفة"، مما تطلب جهداً مضاعفاً لربط هذه العوامل بالتحليل المالي والمحاسبي الصرف وتخصص "مالية المؤسسة.

- ✓ شح المراجع المباشرة المدمجة :ندرة الدراسات الأكاديمية المحلية "الجزائرية" والعربية التي وضعت "تتبعاً حسابياً بالمعادلات والأرقام لمراحل تصفية صكوك دانا غاز. حيث غلب على معظم الأدبيات السابقة الطابع الفقهي أو القانوني دون التعمق في الأرقام والمقاصة المالية، وهو ما حاولنا معالجته في جدولنا التحليلي .
- ✓ صعوبة الحصول على الوثائق الأصلية للنزاع :واجهنا صعوبة في بداية البحث للوصول إلى مستندات الشروط التفصيلية الدقيقة لإصدارات 2007 و 2013 والتقارير المالية المتممة للتسوية، نظراً لخصوصية بيانات المستثمرين. لكن تم الاعتماد بنجاح على البيانات الرسمية الموجهة لـ "علاقات المستثمرين" المنشورة من طرف الشركة وبعض من تقاريرها.

الفصل الأول

الإطار النظري والدراسات السابقة للصكوك الإسلامية ومخاطرها

تمهيد

يعد الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية ولا سيما الصكوك، ومن الركائز الحيوية في الصناعة المالية المعاصرة إذ أصبحت تشكل أداة إستراتيجية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، نظرا لقدرتها الفائقة على جذب السيولة وتوطين الاستثمارات ومع تنامي حجم هذه الإصدارات وتشابك هياكلها التعاقدية، برزت الحاجة الملحة ليس فقط لفهم آليات عملها، بل لتبني منهجية علمية دقيقة لتقييم المخاطر المرتبطة بها.

إن الشريعة الإسلامية في حثها على استثمار المال وتنميته، قد جعلت من حفظ المال مقصدا ضروريا، مما يستوجب استخدام كافة الوسائل الفنية والآليات التحليلية التي تكفل حماية حقوق حملة الصكوك، وتضمن استدامة الأصول الكامنة خلفها وسط بيئة اقتصادية تتسم بالتقلب وعدم اليقين بناءا على ما تقدمه، سيعالج هذا الفصل محددات ومفاهيم جوهريه للصكوك الإسلامية وتقييم مخاطر الصكوك مع استعراض أدبيات التي تناولت الكفاءة هذه الأدوات في تقييم المخاطر المالية وذلك وفق التقسيم التالي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي والنظري للصكوك

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الأول: التصكيك والصكوك الإسلامية

يعد التصكيك الإسلامي أحد أبرز أدوات التمويل المبتكر التي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والالتزام بالضوابط الشرعية، موفرا بذلك بديلا تنمويا للتوريق التقليدي كونه يقوم على مبادئ وقواعد شرعية.

المطلب الأول: التصكيك الإسلامي (نظرة عامة)

سنتطرق في هذا المطلب إلى نظرة عامة حول مفهوم التصكيك وضوابطه الشرعية والقانونية كما سندرج آلية التصكيك وما إلىذلك**الفرع الأول: تعريفالتصكيك الإسلامي**

تنوعت تعاريف الباحثين حول مفهوم التصكيك الإسلامي والتي نذكر منها ما يلي:

1- قصد بالصكوك الإسلامية: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول، مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في سوق الأوراق المالية مع مراعاة ضوابط التداول[1]."

2- التصكيك الإسلاميعملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات.

3- كما عرفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي في القرار (19/4)178 في دورته التاسعة عشر 1430هـ-2009م بأنه: إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.

4- كما عرفه منذر قحف بأنه: وضع موجودات دارّة للدخل كضمان، أو أساس مقابل إصدار صكوك، تعتبر هي ذاتها أصول مالية. التأكيد لضمان انضباط عمليات تصميم وإصدار الصكوك مع المقاصد الشرعية والمعايير الفنية، وبما يحقق التوازن بين المتطلبات القانونية والامتثال الفقهي.

5- كما عرفه مجلس الخدمات المالية الإسلامية كما يلي:

يعني التصكيك عموما إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:

أ- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم مدينة أخرى بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع عقد الإجارة

ب- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

ج- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين.

من هذه التعريف يظهر بوضوح أن الصكوك الإسلامية هي ناتج عملية التصكيك الإسلامي، حيث يمكن تعريفه كما يلي:

[1] زعيتري صارة، زيان نورة، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية – التجربة الماليزية نموذجا- مجلة الميدان للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 3،العدد 3(2020)،ص347.

بأنه آلية مبتكرة تقوم على تحويل الأصول غير السائلة القابلة للتصكيك حسب ضوابط الشرعية الإسلامية إلى أصول مالية (صكوك) يمكن تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، ويكون الهدف من ذلك توفير السيولة المطلوبة من جهة، والتحوط من المخاطر وتقليلها من جهة أخرى[1].

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية لإصدار الصكوك الإسلامية.

شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً متسارعاً على الصعيد الدولي، رافقته زيادة ملحوظة في معدلات الاكتتاب، وهو ما أثار جملة من النقاشات الفقهية والتحفظات الفنية، واستجابةً لهذه التطورات، عكف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AA0IF) على دراسة هذه الإشكاليات من خلال سلسلة من المداولات المكثفة. وقد تجسدت هذه المجهودات في عدة لقاءات محورية،بدأت باجتماع المدينة المنورة في يونيو(2007)،ثم مداولات مملكة البحرين في فبراير (2008)، وصولا إلى اجتماع بمكة المكرمةفي سبتمبر(2008).

وفي ضوء ما تمخضت عنه اللجنة المنبثقة من توصيات خلال اجتماع المنامة (يناير2008) والذي ضم نخبة من الخبراء وممثلي الصناعة المالية الإسلامية شدد المجلس الشرعي على ضرورة التزام المؤسسات والهيئات الرقابية بالمعايير الشرعية المقررة، وبالتالي هذا التأكيد لضمان انضباط عمليات تصميم وإصدار الصكوك مع المقاصد الشرعية والمعايير الفنية، وبما يحقق التوازن بين المتطلبات القانونية والامتثال الفقهي.

أولا: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

1-عند إصدار الصكوك:

الالتزام بضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك وجود هيئة رقابية شرعية تراقب عمليات وآليات إصدار الصكوك وتقويم مدى مطابقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية.

أصل التمويل يجب أن يكون تمويل الصكوك على أساس أصول موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي، يجب تجنب تمويل الأنشطة المحرمة شرعاً.

الشخصية الاعتبارية يكون للطرف المصدر للصكوك الإسلامية الصفة الاعتبارية المستقلة عن الأشخاص المشتركين في الصكوك، وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك.[2]

يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك جميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواءً كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقيها في موجوداته.

لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمم مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصل.

---

[1] عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال –التجربة الماليزية أنموذجا–، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2015

[2] غرداوي فاتح، غزازي عماد،إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية تحديات ومتطلبات نجاحها في الجزائر، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد9، العدد2، أكتوبر 2024، ص30.

2-عند تحديد سعر الأصول:

إذا كانت الأصول محل التصكيك تباع بسعر أعلى من أسعارها في السوق، فينبغي ألا تتجاوز 1.33 مرة من قيمة السوق، وإذا كانت الأصول محل التصكيك تباع بسعر منخفض، يجب ألا يقل سعر البيع عن 0.67 من قيمة السوق[1].

3-عند استخدام الإيرادات:

يمكن استخدام الإيرادات المجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية ما دامت الأدوات المستخدمة موافقة مع الشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية.

-وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك للعمليات التجارية العامة التامة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي من الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة.

-تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.

- العائد بمثابة الربح وليس الربا، استعمال رأس مال الصكوك بما يتوافق مع الشريعة، اعتماداً على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئةالرقابة الشرعية.[2]

ثانياً:

يراد بتداول الصكوك وبيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين وهنا تفصيل.

- إذا كانت أصول الصكوك نقودا أو ديونا أو نقودا وديونا، فلا يجوز تداولها إلا بمثل قيمتها الحاضرة.
- إذا كانت أصول لصكوك أصولا عينية أو منافع أو خدمات أو خلطة من هذه الأصول، فيجوز تداولها وبأي قيمة.
- إذا كانت أصول الصكوك خلطة من الأصول السابقة ونقود أو ديون أو نقود وديون، فيجوز تداولها، وبأي قيمة إذا كانت 51%: قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

  30 %: المعيار الشرعي للأوراق المالية.
- تداول الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات مصفوفة بالذمة لا يجوز، لإشتمال العملية على بيع ما لم يقبض، فالصكوك المبنية على الديون كصكوك السلم وصكوك المرابحة في بعض مراحلها، وصكوك الاستصناع في المرحلة الأولى منه لا يجوز تداولها بغض النظر عن الفترة الزمنية لبدء نشاط المشروع.

ثالثا: المتطلبات القانونية للصكوك الإسلامية.

لا تقتصر عملية إصدار الصكوك الإسلامية على الجانب التمويلي فحسب وإنما هي منظومة تتطلب مواءمة دقيقة بين الضوابط الشرعية والأطر القانونية المعمول بها في كل دولة. لذا يمكن تلخيص أبرز هذه المتطلبات في نقاط التالية:

[1] ملاك سلوى، بوخاري لحلو، "المتطلبات القانونية والتنظيمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر"، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، الجزائر، المجلد 06، العدد 01، جوان 2021، ص 269

[2] زيدان عبد الرزاق، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع التحديات الآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد5،العدد 01،2019،ص 108.

أ – متطلبات نقل أصول الصكوك: وهي أن تصدر وثيقة تثبت انتقال ملكية الأصول من المنشئ إلى حملة الصكوك، و أن لحملة الصكوك كل الحق والحرية في التصرف بها، هذا من جهة القانونية، ومن الجهة المحاسبية أن يخرج الأصل من ميزانية المنشئ.[1]

ب– متطلبات نشرة الإصدار: تمثل نشرة الإصدار الدعوة التي يوجهها المصدر إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب، حيث حدد المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI مجموعة الضوابط الشرعية الواجب الالتزام بها في نشرة إصدار الصكوك أهمها.

- ✓ أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.
- ✓ أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المرابحة أو الاستصناع، أو السلم أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المساقاة، أو المغارسة.
- ✓ أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه وشروطه، وألا يتضمن شرطا يستوفي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
- ✓ أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.
- ✓ أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
- ✓ مع مراعاة ماجاء في المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة والشركات الحديثة، يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- ✓ التي تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرا معينا من الربح، ولكن يجوز أن يتبرع بضمان طرف ثالث مستقل، مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (5) بشأن الضمانات البند 6/6. كما يجوز، أن يتقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حال تعديه أو تقصيره مع مراعاة ما ورد في البند رقم 3/4/1/3 من المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة، الشركات الحديثة والعقود الواردة فيه[2].

[1] د.بوقصة سليمة،**الإشكاليات الشرعية والقانونية للصكوك الإسلام**،مقال،مجلة الإبداع، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة،العدد A01 (2021)،في30-06-2021،ص405-407.

[2] هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في الاقتصاد الفلسطيني، تشرين الثاني، 2017،ص21-22.

الفرع الثالث: مراحل عملية التصكيك (كيف تتم عملية التصكيك)

تتم عملية التصكيك وفق مراحل معينة، تتشكل كل مرحلة من مجموعة خطوات متداخلة ومتشابكة، هذه الخطوات قد لا تحصل بتسلسل موحد، فقط تتقدم خطوة على أخرى من مجمل خطوات مراحل عملية التصكيك دون أن ينشأ عن ذلك خلل وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحيانا توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها إذ يتميز كل هيكل عملية التصكيك عن أخر بخطوات التي تتضمنها كل مرحلة من مراحل عملية التصكيك وبشكل عام يمكن تلخيص تلك المراحل في ثلاث وهي:

المرحلة الأولى: إصدار الصكوكIssuace: وتتم هذه المرحلة بخطوات التالية:

- **الخطوة الأولى:** يعين المنشئ(Originator)،وهنا نميز بين نوعين من الصكوك (الصكوك المدعومة بالأصول، والصكوك المرتبطة بالأصول) معتمدا على نوع الصكوك تبرز لنا أهمية التصنيف الائتماني الذي يتم من خلال شركة التصنيف الائتمان"Credit Rate Agency" ووظيفتها تحديد قدر المنشئ للصكوك على الوفاء بالتزاماته نحو حملة الصكوك ومدى ارتباطSPV أو انفصالها عن المنشئ، يتم فيها أيضا مراجعة هيكل تعزيز الائتمان لإصدار الصكوك والذي يرتكز على الحصول على ضمانات داخلية وخارجية.
- **الخطوة الثانية:** تصفيق الأصول ثم بيعها تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات ثم تحويله إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

المرحلة الثانية: إدارة محفظة الصكوكServicing: بعد أن يتم بيع الصكوك المستثمرين تقوم شركة SPV بإعادة المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع عوائد والدخول الدورية الناتجة عن الأصول مصككة وتوزيعها على المستثمرين (حملة الصكوك)كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

المرحلة الثالثة: إطفاءالصكوك Repayment: وذلك بدفع قيمة الصكوك المتفق عليها في تواريخ المحددة في نشرة الإصدار[1].

الفرع الرابع: أهداف وأهمية الصكوك الإسلامية.

أولا: أهداف الصكوك الإسلامية.

تتمثل أهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

1. المساهمة في جمع رأس المال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامي في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
2. تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في صكوك الإسلامية ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.

[1] مريم خليفة المخمري، **الإطار النظري للصكوك الإسلامية**، الجزء الأول، عدم توفر المعلومات.

3. تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا.[1]

ثانيا: أهمية الصكوك الإسلامية.

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل من أبرزها:

- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي، بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم،
- إتاحة فرص أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها واستثمارها في أوجه شرعية.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنموية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام .
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها .
- الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات[2] .

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية حجر الزاوية في منظومة الابتكار المالي المعاصر، حيث تعددت أشكالها لتلبي احتياجات التمويل المتوافقة مع أحكام الشريعة،ومع ذلك يخضع إصدار هذه الصكوك وتداولها لمنظومة دقيقة من الضوابط والمعايير التي تتباين تبعا لطبيعة الأصول المستخدمة ونماذج التمويل المتبع وصولا إلى متطلبات الخاصة بكل مرحلة من مراحل عمر المشروع.

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.

1**–عرفت هيئه المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية** الصكوك الإسلامية أو صكوك الاستثمار (في كتاب المعايير الشرعية) كما يلي: هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

2–وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 30 (3/ 4) المتعلق بالسندات المقارضة لعام 1988 بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض بإصدار صكوك مالية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.

إذا فالصكوك المالية الإسلامية هي أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية صافي الإيرادات أو الأرباح وخسائر موجودات المشروع الاستثماري القائم فعلا، أو سيتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة وبضوابط وقيود معينة، ويمكن

---

[1] نوال بن عمارة،"**الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة البحرين السوق المالية الإسلامية الدولية –البحرين–"،جامعة ورقلة –الجزائر– العدد09/2011، ص 254–255**

[2] عدنان أحمد يوسف،"**الصكوك الإسلامية خصائصها ودورها والتحديات التي تواجهها**"، مقال في مجلة الدراسات والأبحاث والتقارير، ص52.

حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعيانا، أو منافع أو خدامات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط مع بعضها أو كلها حسب شروط معينة.وعليه فإن الصكوك لا تمثل دينا في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد[1].

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

للأوراق المالية الإسلامية خصائص لابد من توفرها حتى يكون إصدارها وتداولها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وهي:

1) **أن تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة من موجودات التي تصدر بها الصكوك:** تمثل الصكوك حصصا شائعة في ملكية الموجودات (أعيانا أو منافع أو خليطا من الأعيان والمنافع والديون) لها عائد، ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها، ولذا فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات، وليس بحق مالي في العائد أو في ارتفاع قيمة الصك وعليه يتحمل حامل الصك الأعباء والأتعاب والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك.

2) **قائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** فإذا كان الصك يعطي حاملة مبلغا مقطوعا أو محددا أو نسبة معينة من قيمته الاسمية، أو يعطيه حصة من الربح غير محددة في نشرة الإصدار أو في الصك نفسه، أو نسبة يحددها المضارب في نهاية المشروع أو في فترات دورية لاحقة، لم يكن صكا إسلاميا، ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عن التعاقد، لا بعده.

3) **الصكوك الإسلامية تصدر بفئات متساوية:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، وذلك لتسيير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الاستثماري الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.

4)**تداول الصكوك محكوم بضوابط شرعية:** الصك ورقة مالية فالأصل فيه قابلية التداول، أي للبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية، حيث أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات، فيكون حكمه حكم الموجودات التي تمثل حصة شائعة فيه، ولهذا يخضع تداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول (أعيان أو منافع أو نقود أو ديون).

5)**انتقاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك):** يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشركة، وهي الصيغ التي تدار بها الصكوك غاليا، فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس المال لحامل الصك، إذ يحصل حامل الصك عندئذ على ربح لما لا يكون ضامنا له، فإذا تضمنت نشرة الإصدار أو مستندات الصك شرط ضمان مخاطر الاستثمار في المشروع على المضارب، لم يكن صكا جائزا شرعا.

الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.

نظرا لآلية إصدار الصكوك الإسلامية فإنها تتم وفق صيغ التمويل الإسلامي، يمكن تصنيفها إلى الآتي:

[1] زكية بوستة، فطيمة الزهرة نوي،"**الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق**"،جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد07، ديسمبر2018، ص94-95.

1- صكوك الإجارة: وهي تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع خدمات، وتنقسم إلى:

2- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها،أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك ملكية المنافع: **وتنقسم إلى**:

صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

- متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي ذمة وثائق متساوية القيمة ويتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك ملكية الخدمات: وهي نوعان:

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين**: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من الجامعة)، واستفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، ومن ثم تصبح الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوفة في الذمة**: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف تقديم الخدمة من مصدر موصوفة في الذمة (كمنفعة التعليم) واستفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح مملوكة لحامله.

3- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك[1].

4- صكوك الإستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.[2]

5- صكوك المضاربة: وهي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)ويمثل مالك الصكوك (أصحاب رأس المال) والمصدر لهذه الصكوك هو المضارب، والمكتتبون هم أرباب المال ، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من

---

[1] مهري عبد المالك، نوفل سمايلي، اليات الهندسة المالية في إدارة مخاطر معاملات الصكوك الإسلامية، **"مجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية**،" جامعة تبسة، العدد 29ديسمبر2017 السنة التاسعة، ص229

[2] سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مقال في مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد20، العدد1، ص5. تحت الرابط:

https://www.researchgate.net/publication/384324923_adart_mkhatr_alskwk_alaslamyt_alhkwmytdrast_ttbyqyt_ly_alskwk_alhkwmyt_alswdanyt_balashtrak_m_alastadht_rbyt_bn_zyd_-_jamt_qasdy_mrbah_-_wrqlt_mjlt_drasat_aqtsadyt_aslamyt_dwryt_nsf_snwyt_tsdr_n_almhd

الربح لأرباب العمل ويتحملون الخسارة إن وجدت ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع وإما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط الدين.

كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال القراض بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصص شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه.[1]

6- صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلع المرابحة وتصبح سلع المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

7- صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدارك الصكوك على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار. والمصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون فيها هم الشركاء في عقد المشاركة وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك أصول المشاركة بغنمها وغرمها، وتتحدد آجال الصكوك بمدة المشروع محل العقد ويبقى عقد المشاركة اليد المتصرفة في المال ويكون لكل إصدار هيئة منتخبة من المكتتبين تتولى الإشراف على المشروع وتوزع حصص الإيراد، ومتابعة انتقال ملكية الصك من شخص لآخر.

8- صكوك المزارعة: هي وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع وفق عقد المزارعة، ويصبح لحامل الصك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد[2].

9- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الحصول وفق ما حدده العقد.

10- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيها يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس

11- صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة[3].

---

[1] شرقان رفيق، **صكوك المضاربة بديل إسلامي لتمويل الحكومات والمشروعات التنموية**، مقال في مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة قالمة، العدد02، المجلد07، السنة2022، ص 163

[2] يوسف تبري،**الصكوك الاسلامية مخاطرها واليات معالجتها**،مجلة الاقتصاد ،13، خميس مليانة ،2015، ص 234، نقل عن رابط https//asjp.cerit.dz

[3] عمر بن يوسف، "**تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية-دراسة اثر اصدار الصكوك على المؤشرات العامة للأسواق الاوراق المالية التالية ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية) خلال الفترة: (2001-2013)**"، قاصدي مرباح ورقلة،2013-2014.

المطلب الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية

إن انتشار والتشجيع على التعامل بالصكوك الإسلامية لا يعني أنها نوع من الأدوات الخالية من المخاطر بل على عكس، فهي محاطة بالكثير من العوامل التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب تجعلها معرضة للمخاطر، من خلال هذا المطلب سنحاول تطرق إلى أهم مخاطر التي تتعرض لها صكوك الإسلامية.[1]

الفرع الأول: تعريف المخاطر المالية.

الخطر Risk بمعنى حالة عدم التأكد المصاحبة للنواتج الخاصة بالاستثمار، وكل أنواع الاستثمارات تنطوي على مخاطر بشكل أوبآخر.

كما يمكن تعرفها "بأنها حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمول" .

وللوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة، فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تتشكل منها المخاطرة والتي يمكن إجمالها في النقاط الموالية :

- عنصر عدم التأكد والذي هو حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث في المستقبل.
- عنصر الخسارة، والذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوبة الحصول عليها.
- عنصر قابلية الخطر للقياس، وهذا حتى تسهل عملية تحليل ودراسة المخاطر وقياس مدى تأثيرها في عملية الاستشارية.

وبناء على عناصر سالف ذكرها يمكن تعريف المخاطرة بأنها حالة عدم التأكد التي تصاحب وتحقق نتائج غير مرغوب فيها وتؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس.[2]

كما تعرف المخاطر المالية على أنها احتمال حدوث شي غير مرغوب فيه لذلك فإن أي استثمار ينطوي على درجة معينة من عدم التأكد حول عوائد فترة الاحتفاظ المستقبلية، وجميع الأصول المالية يتوقع أن تأتي بتدفقات نقدية ويتم الحكم على مخاطر الأصول من حيث المخاطر المتعلقة بتدفقاتها النقدية.[3]

الفرع الثاني: أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية.

تتمثل الصكوك الإسلامية في مجموعة أو خليط من الموجودات المتمثلة في النقود والديون والمنافع والأعيان، وكباقي الأدوات المالية فإن هذه الصكوك عرضة لمجموعة من مخاطر التي يمكن أن نوجزها في العناصر التالية:

1. المخاطر الكلية: وهي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام وتتأثر بها جميع الأوراق المالية بأنواعها، وذلك لأسباب خارجية، ويطلق عليها مخاطر عامة أو كلية أو مشتركة[4].

[1] يوسف تبري، **الصكوك الاسلامية مخاطرها واليات معالجتها**، مجلة الاقتصاد،13، خميس مليانة، 2015، ص 234، نقل عن رابط https//asjp.cerit.dz

[2] عبد الحميد فيجل، **تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال –التجربة الماليزية أنموذجا**، مرجع سبق ذكره.

[3] يوسف تبري مرجع سبق ذكره.

وكما تعرف ايضا ب مجموع للمخاطر التي ترتبط بالسوق المالي أو الاقتصاد الوطني ككل ونذكر أهمها:

أ- الأوضاع السياسية السائدة سواء تعلق الأمر بالاستقرار السياسي والأمني أو أسلوب انتقال السلطات والعلاقات السياسية والدولية

ب- السياسات النقدية وكيفية تجاوبها مع المتغيرات وحرية تحويل النقد وانتقال الأموال واستقرار قيمة العملة.

ت- السياسات المالية المطبقة من خلال معرفة مدى نجاح تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات العامة وإدارة السياسة الضريبية.

ث- السياسات الاقتصادية فهي تبرز مدى تحسن مؤشرات الدخل الوطني وميزان المدفوعات وتنمية التجارة الخارجية، وكذا الاطلاع على الخطط الاقتصادية.

✓ **مخاطر السوق**: عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) مخاطر السوق بأنها: "مخاطر الخسائر في المراكز الاستثمارية داخل وخارج قائمة المركز المالي والتي تنشأ عن حركة أسعار السوق ."وقد تظهر المخاطر السوقية في ميزانية المؤسسة عند إصدارها للصكوك نتيجة تقلبات القيمة السوقية الحالية والمستقبلية سواء تعلق الأمر بالأصول المدعومة للصكوك، أو الأصول المالية الأخرى من أسهم وسندات تقليدية أو أسعار صرف العملات وغيرها، والتي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للصكوك في أسواق الأوراق المالية. وهي كفيلة بأن تحدد المشاريع الاستثمارية التي تسعى لتحقيق عوائد مناسبة تغطي التكاليف وتحقيق أرباح صافية لحملة الصكوك. ويمكن أن نميز بين مختلف المخاطر السوقية كما يلي:

❖ **مخاطر سوق الأصول الحقيقية**: يطلق عليها أيضاً بمخاطر السلع والخدمات، وتنشأ نتيجة تحركات / تقلبات في قيمتها السوقية تبعاً لعوامل العرض والطلب عليها في السوق، ويعد التقلب في أسعار الأصول الحقيقية المصدر الرئيس للمخاطر السوقية . تتعرض مختلف هياكل الصكوك التي تتعامل بتقديم خدمات أو منافع، أو شراء السلع و/أو إنتاجها لمخاطر سعر الخدمة أو السلعة عند وجود احتمال لتغير في قيمتها السوقية نتيجة عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية أو الأزمات المالية أو الاقتصادية وغيرها من العوامل التي تؤثر على الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواء تقليدية أم إسلامية .فالصكوك القائمة على عقود المشاركات تتأثر بعوامل العرض والطلب على أسعار المنتجات والمشاريع التي استثمرت فيها حصيلة الصكوك. كذلك الصكوك التي تمثل منافع أو خدمات تتأثر أيضاً بعوامل السوق فيما يتعلق بالعرض والطلب على المنافع والخدمات التي تمثلها، وكذلك السلع والمنافع والخدمات البديلة والمكملة، مما يجعل هذه الصكوك عرضة لمخاطر السوق أيضاً . كما تشمل هذه المخاطر أيضاً مخاطر تقلبات سعر السلعة واختلاف سعرها عن السعر الجاري موضوع عملية المتاجرة في صكوك السلم أو الاستصناع، وأيضاً مخاطر تقلب القيمة السوقية لسعر شراء أصول صكوك المرابحة التي ستسلم خلال فترة

[4] غويني سمير، رزيق كمال، **"مخاطر الصكوك الإسلامية وسبيل إدارتها"**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد8، العدد1، جامعة الجلفة/جامعة البليدة 2، الجزائر، 30أكتوبر217، ص 63.

زمنية محددة. وعليه فإن أي مخاطر تتعرض لها السلعة محل صكوك السلم أو المرابحة أو الاستصناع فإنها تنتقل إلى حملة الصكوك من خلال تذبذب في العوائد المرجو تحقيقها[1]. مخاطر سوق المال وتعددها فيما يلي:

✓ **مخاطر سعر الصرف**: تعددت تعاريف خطر سعر الصرف ومنها:

- **التعريف الأول**: خطر سعر الصرف هو خطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف العملات المفوترة مقابل العملة الوطنية أو خطر الخسارة المحتملة، وهو الأكثر أهمية بالنسبة للآجال الفاصلة بين إعداد الطلبية والتسوية النهائية لها
- **التعريف الثاني**: خطر الصرف هو الحدث الذي يمكن أن تتعرض له المؤسسة ويترتب عليه ربح أو خسارة، وتكون هذه الخسارة مرتبطة بالتغيرات التي تحدث في أسعار صرف العملات .
- **التعريف الثالث**: خطر سعر الصرف هو الخطر الذي تلاحظه المؤسسة من خلال التطور غير المتوقع لمعدلات الصرف والذي ينتج عنه آثار على الجانب التنافسي للمؤسسة [2].

✓ **مخاطر سعر الفائدة** : إن أسعار الفائدة تؤثر على القيمة السوقية للصكوك بنفس الطريقة التي تؤثر بها على الأسهم وباقي الأوراق المالية، فارتفاع أسعار الفائدة يشجع على توجيه المدخرات نحو البنوك بدل استثمارها في الأسهم أو الصكوك الإسلامية خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين لا يؤثر فيهم الوازع الديني بقدر ما يهمهم لتحقيق أكبر قدر من الأرباح وبالتالي انخفاض سعر الأوراق المالية إما في حالة انخفاض سعر الفائدة فإن المستثمرين سيفضلون استثمار أموالهم في الأوراق المالية و التي من بينها الصكوك الإسلامية بدل وضعها في البنوك ما يعني ارتفاع الطلب على الأوراق المالية و بالتالي ارتفاع سعرها.

✓ **مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية**: لا تخلو الأسواق المالية من المعاملات الأخلاقية التي يقوم بها مجموعة من المتعاملين أو المضاربين لأجل تحقيق أكبر ربح ممكن وذلك بتوجيه السوق وأسعار الأوراق المالية في العاهات معينة خدمة لمصالحهم ومن أهم الأساليب المستعملة في الاحتكار والبيع الصوري ونشر الإشاعات التي تؤدي إلى زيادة العرض أو الطلب من أجل رفع أو خفض سعر ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية وتكون في كثير من الأحيان بتواطؤ مجموعة من وسائل الإعلام والمختصين.

✓ **مخاطر التضخم**: يطلق مصطلح التفحم عندما تنخفض القوة الشرائية للنقود مقابل الحصول على السلع والخدمات المعتادة، وباعتبار الصكوك هي حصة شائعة من الأعيان والمنافع والنقود، فإنها تتأثر طردا بالتضخم ويزداد التأثر ارتفاعا كلما كانت حصة النقود والديون في هذه الصكوك كبيرا[3].

2-المخاطر الخاصة: ويمكن تقسيمها إلى مجموعات:

---

[1] ربيعة بن زيد، "**سلوك ومحددات عائد ومخاطرة الصكوك الإسلامية: دراسة نظرية وتطبيقية مقارنة على عينة مختارة من سوق الصكوك، الأسهم والسندات خلال الفترة (2008-2017م)**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، فرع علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، السنة الجامعية: 2020/2019، ص 119-120.

[2] نور الدين مزياني، "**إدارة مخاطر سعر الصرف في المؤسسات الاقتصادية: الإستراتيجيات والوسائل**"، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 02، العدد 01، 2016، ص84-85

[3] يوسف تبري، مرجع سبق ذكره، ص 323-325

2-1 مخاطر المخالفات الشرعية:

أ- مخاطر تتعلق بالاختلافات الشرعية بين الفقهاء نتيجة غياب معايير شرعية موحدة وإن وجدت فهي غير ملزمة التطبيق .

ب- مخاطر ناجمة عن عدم التزام الصك المصدر بالضوابط الشرعية،

ت- مخاطر تضارب المصالح في الهيئات الشرعية مما يعرض استقلالية الهيئة للخطر ومنثم سمعة الصكوك.

2-2 المخاطر الائتمانية: تعتبر من أهم المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية وتسمى أيضاً مخاطر التمويل أو مخاطر المداينة، وتحدث هذه المخاطر في حالة الصكوك الإسلامية نتيجة سوء اختيار العميل، فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو سوء سمعته أو عدم رغبته أو قدرته على السداد[1].

كما تمثل المخاطر الائتمانية في عدم وفاء الطرف الآخر أو عدم قدرته على تنفيذ التزاماته المتفق عليها في العقد وقد نتج هذه المخاطر عادة بسبب الاختيار الغير الموفق لنوع العميل ، و تبرز هذه المخاطر في عدم التزامه بالعمل المسند إليه إذا تعلق الأمر بصكوك المضاربة و المشاركة والمزارعة والمساقاة و المغارسة والاستصناع، كما قد تتمثل في رجوعه عن الاتفاق القاض باستلام السلعة المشتراة إذا لم يكن الوعد غير ملزم في حالة صكوك المرابحة أو عند استلام السلعة المستصنعة إذا تعلق الأمر بصكوك الاستصناع في حال لم يكن العقد غير ملزم كما قد يكون تأخير أو عدم سداد الأقساط أو الإيجار في موعده في حالة صكوك المرابحة أو الإجارة أو عدم الالتزام بتسليم السلعة أو المنتج المتفق عليه في صكوك السلم والاستصناع سواء تعلق الأمر بالمواصفات المتفق عليها أو التأخير في تسليمها.

وتعتبر المخاطر الائتمانية من المخاطر الخاصة التي يمكن تجنبها من خلال الاختيار الجيد للعميل ذي السمعة الحسنة لتفادي كل المخاطر المذكورة في هذا الشق.

2-3 مخاطر الصيغ التمويلية: هناك مجموعة من المخاطر الأخرى تكون متعلقة بنوع الصك والصيغة التعاقدية التي يمثلها ونذكر على سبيل المثال: التأخر في دفع الأقساط في حالة الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم، مخاطر التخزين والنقل في الاستصناع والسلم ومصكوك الزراعة سوء إدارة المشروع حالة المضاربة والمشاركة والوكالة...الخ.[2]

2-4 المخاطر التشغيلية: حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول. فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية .فمثلاً، نعلم أن العائد الإيجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك. فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة، وبالتالي لن يعود للصك أي عائد .ومن هنا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضاً لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة، من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر .كما أن

[1] غويني سمير، رزيق كمال، **"مخاطر الصكوك الإسلامية وسبيل إدارتها"**، [اكتب هنا اسم المجلة]، المجلد [..]، العدد [..]، سنة [..]، ص 65-66.

[2] يوسف تبري، مرجع سبق ذكره، ص 323-325

المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة[1].

المطلب الرابع: تقييم مخاطر الصكوك الإسلامية.

لقد أولت الشريعة الإسلامية أهمية بالغه لمبدأ حفظ المال وحثت على صيانته في مواضع شتى لذا فمن المنطقي والمشروع استخدام كافة الأدوات والآليات التي تضمن حماية الاستثمارات من الضياع والتهديدات المحيطة بها وينطبق هذا المبدأ بشكل مباشر على سقوط الإسلامية باعتبارها أوعية استثماريه تمثل قيمة مالية معرضة لعدة مخاطر ومن ابرز آليات المتبعة لتقييم هذه المخاطر ما يلي:

1. **دارسة الجدوى الاقتصادية:**

هي توجيه التمويل نحو المشروعات الموافقة للشريعة، وتتسم بالكفاءة الاقتصادية والاجتماعية وما يترتب على ذلك من حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات في الاستثمار، وديمومة متابعة الزبائن، وتحقيق منافع اجتماعية تعود على المجتمع.[2]

كما يعتبر مصطلح الجدوى الاقتصادية من المصطلحات التي صارت متداولة على عدة مستويات وقد اختلف تعريف هذا المصطلح بين المفهوم الواسع الذي يقصد كافة الدراسات التمهيدية والتفصيلية التي تتم على الفرص الاستثمارية منذ طرحها كفكرة حتى الوصول إلى القرار النهائي بقبول بعض فرص التي تكون مبررة اقتصاديا ورفض بعض الفرص التي لا مبرر لها اقتصاديا، والمفهوم الضيق الذي يعني دراسة جدوى المشروعات في مرحلة سابقة لمرحلة التقييم ومرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الاستثمارية.

آما تعريف الجدوى الاقتصادية من منظور إسلامي فتعرف على أنها: "الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده الشرعية والاقتصادية والإجتماعية لتقييم العائدات المتوقعة والتوخي أو تقليل من مخاطر الاقتصادية ومخاطر مخالفة القواعد الشرعية من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث نشاط الحلال".

2. **اعتماد هيئة الرقابة الشرعية:** تجنب خطر وقوع في مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية وجب اعتماد هيئة الرقابة الشرعية تجمع بين عدد من الاقتصاديين والفقهاء، والتي من مهامها إعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسها الصكوك عند الإصدار، ومراجعة نماذج وإجراءات العمل وآليات التداول والإطفاء للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.
3. **تنويع محفظة الصكوك:** من أهم أساليب التنويع نذكر ما يلي:

---

[1] دين مختارية، "**مميزات الصكوك الإسلامية ودورها في عملية التمويل**"، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 01، 2019، ص41

[2] دراسة فؤاد بن حدو بعنوان: **آلياتهيكلة الصكوك المتعثرة –دراسة حالة:شركة دانا غاز الإماراتية**، مقال في مجلة المقريزي لدراسات لاقتصادية والمالية، المجلد 09، جامعة أحمد زبانة،غليزان (الجزائر)، العدد 02 ،2025/12/01،ص275-294.

- **تنويع جهة الإصدار**: ويقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه كل المدخرات أو المخصصات لاستثمارها في صكوك مؤسسة واحدة بل ينبغي استثمارها في عدد منوع من الإصدارات، ومنه أسلوبين شائعين هما[1]:
- **التنويع الساذج أو العشوائي**: يقصد بالتنويع الساذج زيادة عدد الاستثمارات التي تحتويها محفظة الأوراق المالية بشكل عشوائي وبكميات متساوية. حيث أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها .ويلجأ المستثمر إلى التنويع الساذج عندما لا تتوفر لديه معلومات دقيقة وكافية حول مخاطر وعوائد الأسهم في المستقبل، فيقوم بزيادة عدد الأوراق المالية في المحفظة لأنه يرى أنه بزيادة حجم المحفظة تزداد فوائد التنويع .وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع إلى أن احتواء المحفظة على حوالي 10 أوراق مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير النظامية[2].

كما يقوم على فكرة أساسية، وهي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها.

- تنويع ماركويتز (Markowitz): هذا الأسلوب عكس الأسلوب السابق، حيث يعتمد على اختيار أنواع الصكوك المكونة للمحفظة. إذ تعتمد على الدراسة الدقيقة لمصدري الصكوك، و يوخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط بين العائدات المتولدة عنها، بحث أنه كلما زاد عائد الاستثمار زادت المخاطر والعكس صحيح.
- تنويع تواريخ الاستحقاق فالصكوك تصدر آجال مختلفة متوسطة أو طويلة الآجال، وذلك حسب المدد الزمنية للمشاريع المستثمر فيها، وعليه فإن التنويع في تواريخ الاستحقاق، أي تنويع المشاريع المستثمر فيها التي تصدر على أساسها الصكوك يقلل بلا شك من المخاطر[3]

4. التحوط الإسلامي:

عرف التحوط بالمعنى العام والخاص،ومن تعريفات التحوط بالمعنى العام هو:

- ✓ الوقاية والاحتماء من المخاطر.
- ✓ هو تجنب المخاطر قدر الإمكان .
- ✓ تبني الإجراءات والترتيبات واختيار صيغ العقود الكفيلة بتقليل المخاطر إلى الحد الأدنى مع المحافظة على الاحتمالات جيدة للعائد الاستثماري .

ومن تعريفات التحوط بالمعنى الخاص:

- ✓ اجراءات منظمة لإدارة المخاطر بتحييدها أو الحد منها أو إلغائها، من خلال نقلها إلى طرف آخر .

---

[1] يوسف تبري، مرجع سبق ذكره، ص327-328

[2] بدبار أمينة، وبكريتي لخضر، "**التنوع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء 2008-2016**"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، رقم 08، 2018، ص128-129.

[3] بيان بسام حسن مبارك، "**إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**"، بحث بكالوريوس غير منشور، (إشراف: د. باسل الشاعر)، قسم المصارف الإسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، 2018

- ✓ تبادل مخاطر الاستثمار بين طرفين .
- ✓ استراتيجية الغرض منها التخلص من أو إلغاء المخاطر التي تكون خارج نطاق النشاط الرئيسي أو خارج مجال الاستثمار المستهدف.
- ✓ وهو بهذا المعنى يصدق على المشتقات المالية التي هي عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية.[1]

5.تبرع طرف ثالث بضمان رأس مال أو الربح:

يقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التطوع، وهو ما يطلق عليه الملكية الوعد الملزم، وذلك بأن تتضمن نشرة الإصدار وصكوك المضاربة موافقة طرف ثالث خارج عن أطراف عقد المضاربة على ضمان رأس المال أو نسبة معينة من الربح. وهذا الطرف الثالث قد يكون فرداً أو شركة لها مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، أو مؤسسة خاصة تهدف إلى تشجيع المدخرات على المساهمة في مشروع معين ضمن خطة التنمية، وتجمع لذلك بعض الأموال على سبيل التبرع لمواجهة هذا الضمان.[2]

6. **التأمين التكافلي أو الإسلامي:** يعرف أيضا طبقا لهيئة كبار العلماء السعودية هو من عقود التبرع التي يقصد بها أصالة التعاون على تفتيت الأخطار والاشتراك في تحمل المسؤولية عند نزول الكوارث وذلك عن طريق إسهام أشخاص بمبالغ نقدية تخصص لتعويض من يصيبه الضرر، فجماعة التأمين التكافلي لا يستهدفون تجارة ولا ربحا من أموالهم، كما أن التأمين التكافلي هو تأمين يخلو من الربا.[3]

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

يعد تقييم وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية من الركائز الأساسية التي استقطبت اهتماما واسعا من الباحثين والخبراء في الاقتصاد الإسلامي، لاسيما مع تصاعد التحديات القانونية والمالية المرتبطة بهيكلة هذه الأدوات .وتبرز قضية "دانا غاز "كحالة دراسية محورية وفريدة في هذا السياق، نظرا لما أثارته من جدل حول مخاطر الامتثال الشرعي والمخاطر القانونية المرتبطة بصكوك "المضاربة ". وانطلاقاً من أهمية تشريح هذه القضية لفهم أبعاد تقييم المخاطر، نستعرض في هذا المبحث مجموعة من الدراسات ذات الصلة بالموضوع.

المطلب الأول: الدراسات المحلية

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى دراسات محلية تخص كلا من:

1- دراسة فؤاد بن حدو بعنوان: آليات هيكلة الصكوك المتعثرة –دراسة حالة:شركة دانا غاز الإماراتية، مقال في مجلة المقريزي لدراسات لاقتصادية والمالية،المجلد 09، جامعة أحمد زبانة،غليزان (الجزائر)، العدد 02 ،2025/12/01،ص275-294.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ما هي آليات هيكلة الصكوك المتعثرة؟، وما هي الخيارات المقترحة لذلك؟، وهل هي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؟**

---

[1] هجيرة سديرة، و قويدر عياش، "**التحوط في التمويل الإسلامي: عرض لأهم عقود التحوط الإسلامي من المخاطر المالية**"، مجلة التحولات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 02، 2021، ص169

[2] حسين حامد حسان،"**ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة**"، مجلة مجمه الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي https://shamela.ws/book/8356/4196#p1

[3] سمار عبد العزيز،"**ماهية التأمين الإسلامي التكافلي**"، مقال في المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، المجلد54، العدد 3 ،جامعةالجزائر،ص 599.

ولقد هدف الباحث من خلال هذه الدراسة الى تسليط الضوء على آليات هيكلة الصكوك المتعثرة من خلال تحليل حالة الشركة "دانا غاز" الإماراتية، حيث تهدف إلى إبراز دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار حلول لمواجهة مواجهة مخاطر التعثر المالي والشرعي اعتمدت الدراسة على منهجين وصفي وتحليلي لتتبع مسار الصكوك الشركة التي تعثرت مرتين بسبب تداخل مخاطر سياسية مخاطر السيولة وأخرى قانونية وشرعية.

توصلت نتائج إلى أن شركة واجهت هذا التعثر عبر خيارات استثنائية شملت إعادة شراء جزء من الصكوك واستخدام خيار الخصم وتحويل الصكوك من صيغة المضاربة إلى صكوك الإجارة بالإضافة إلى مقايضه الديون بالأسهم وتمكنت القيمة المضافة لهذه الدراسة في تركيزها على تفاصيل الهيكلة الثانية التي تمت بعد إخفاق العملية الأولى مما يوفر نموذجا علميا لكيفية معالجة فجوات البحثية في إدارة مخاطر الأوراق المالية الإسلامية وتجنب خسائر محتملة للمستثمرين.

2- دراسة بوقصة سليمة بعنوان: الإشكاليات الشرعية والقانونية للصكوك الإسلامية، مقال في مجلة الإبداع المجلد 11 العدد 01A(2021)، جامعة مرسلي عبد الله تيبازة، ص399-418.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ماهي الإشكاليات الشرعية والقانونية للصكوك الإسلامية؟**

تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية نتيجة الفجوة بين التنظير الشرعي والتطبيق العملي، وما يترتب على ذلك من إشكالات شرعية وقانونية مثل ضمان الأصل، طبيعة ملكية الموجودات، والتعقيدات القانونية في عقود التصكيك التي قد تؤثر على مصداقيتها وتنافسينها أمام السندات التقليدية. وخلصت النتائج النهائية للبحث إلى أن استدامة الصكوك تتوقف على ضرورة الفصل التام بين عجز المصدر وعوائد الأصول المصككة، وتجنب العقود التي تتضمن "شبهة الربا" كالتزام المصدر بإعادة الشراء بالقيمة الاسمية بغض النظر عن الربح أو الخسارة، كما أكدت الدراسة على أهمية إيجاد بيئة قانونية وتشريعية متكاملة توفر الحماية للمستثمرين وتضمن استقلالية العرض الخاص (SPV) " قانونياً، مع التشديد على دور الرقابة الشرعية المستمرة في كافة مراحل الإصدار لضمان عدم انحراف الصكوك عن جوهرها التشاركي وتحولها إلى مجرد أدوات دين تقليدية مغلفة بصبغة إسلامية.

3- دراسة زعبوب شيماء بعنوان: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة من (1998-2018)، رسالة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة 20أوت1955، سكيكدة،2019-2020.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ما هي أساليب إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية؟**

تسلط هذه الدراسة الضوء على إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال تحليل الإطار النظري وتطبيق دراسة حالة على تجربة السودان (1998-2018)، حيث توصلت إلى أن الصكوك تواجه مزيجا من المخاطر التقليدية (كالسوق والتشغيل والائتمان) ومخاطر خاصة نابعة من طبيعة العقود الشرعية (كالمضاربة والمشاركة) ومتطلبات الرقابة الشرعية. وأبرزت النتائج أهمية آليات الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة هذه المخاطر، مثل دراسة الجدوى، والضمانات، والتأمين التعاوني، وصناديق الاحتياطي، التحوط عبر بيع العربون. أما فيما يخص حالة السودانية، فقد أثبتت الصكوك (مثل شهادات "شهامة "و"صرح")

دورا حيويا في تمويل عجز الموازنة وتنشيط سوق الخرموط للأوراق المالية، رغم استمرار بعض التحديات كضعف الإفصاح والشفافية، وتأخر وزارة المالية في سداد الأرباح والأصول عند الاستحقاق. وتأكد الدراسة في ختامها على الدور المحوري للهيئة العليا للرقابة الشرعية كصمام أمان يضمن توافق الإصدارات مع أحكام الشريعة ويقلل من مخاطر عدم الالتزام.

4- دراسة يوسف تبري بعنوان: الصكوك الإسلامية ومخاطرها واليات معالجتها، مقال في مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02-2015، جامعة خميس مليانة، العدد 13، ص317إلى330.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **هل للصكوك الإسلامية نفس المخاطر التي تواجهها الأدوات المالية التقليدية؟ وما هي إن وجدت؟ وكيف يمكن إدارتها ومعالجتها؟**

تناقش هذه الدراسة ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها مع التركيز على تحليل المخاطر المحيطة بها وكيفية إدارتها بآليات تتوافق مع الشريعة الإسلامية. توصلت هذه الدراسة إلى أن الصكوك رغم قدرتها العالية على تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع التنموية إلا أنها تواجه مخاطر متنوعة تشمل مخاطر الكلية مرتبطة بالسياسات النقدية والمالية والظروف السوق، ومخاطر الخاصة تتعلق بالجانب الشرعي والائتماني والتشغيلي وطبيعة الصيغ التمويلية المستخدمة. ومن هم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة ضرورة اعتماد آليات فعالة للوقاية من هذه المخاطر معالجتها ومن أبرزها: إعداد دراسات جدوى اقتصادية شاملة، وتفعيل دور هيئات الرقابة الشرعية لضمان مطابقة العقود للأحكام الفقهية وتنوع محفظة الصكوك لخفض درجه التقلب بالإضافة إلى استخدام أدوات التحوط الإسلامي والتأمين التكافلي والضمان الطرف الثالث لتعزيز ثقة المستثمرين وحماية حقوقهم.

5- دراسة بن عمر يوسف بعنوان: تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية "دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة للأسواق الأوراق المالية التالية:(ماليزيا والبحرين والإمارات السعودية خلال الفترة (2001-2013)،رسالة ماستر في علوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر،2014.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: **ما مدى تأثير فعالية الصكوك الإسلامية على الأسواق المالية؟ وإلى مدى تأثر أداء الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008.**

تتمحور دراسة الباحث بن عمر يوسف حول إشكالية رئيسية مفادها مدى مساهمة الصكوك المالية الإسلامية في تعزيز فعالية أداء أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال قياس أثر إصداراتها على المؤشرات العامة لأسواق مختارة (ماليزيا، البحرين، الإمارات، والسعودية) خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2013. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض المفاهيم النظرية للصكوك وتطورها، والمنهج الاستنباطي في الجانب التطبيقي لتحليل البيانات الإحصائية الخاصة بتلك الأسواق. وخلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية أثبتت كفاءة عالية في جذب الاستثمارات وتوفير بدائل تمويلية منخفضة المخاطر مقارنة بالسندات التقليدية، مما أدى إلى تعميق الأسواق المالية وزيادة سيولتها، مع وجود تفاوت في الأثر بين الدول محل الدراسة؛ حيث برزت ماليزيا كنموذج رائد في حجم الإصدارات وتنوعها، في حين أظهرت النتائج أن التوسع في إصدار الصكوك يساهم بشكل مباشر في استقرار المؤشرات العامة للسوق وتقليل حدة التقلبات المالية.

6- دراسة عبد الحميد فيجل بعنوان: تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال "التجربة الماليزية نموذجا" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة 2014-2015.

حيث تمثلت إشكالية هذه الدراسة في: إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل وتطوير أسواق رأس المال الإسلامية؟

تتمحور هذه الدراسة حول تقييم مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تطوير وارتقاء بكفاءة سوق رأس المال الإسلامي مع اتخاذ التجربة الماليزية كان وقد تحصلت على النتائج نهائية إلى أن الصكوك تمثل أداة الأكثر فعالية في الهندسة المالية الإسلامية لقدرتها على توفير السيولة وتعبئة المدخرات نحو مشاريع تنموية حقيقية مما يعزز الاستقرار المالي ويقلص الفجوة بين اقتصاد النقدي والعيني وأثبتت الدراسة أن نجاح النموذج الماليزي يعود إلى تكامل بين الأطر التشريعية والرقابة الشرعية الصارمة وتنوع الصيغ التمويلية كالمضاربة والإجارة والمشاركة مما مكانها من استحواذ على حصة سوقية كبرى عالميا وجذب الاستثمارات الأجنبية مؤكدا ختامها أن الصكوك ليست مجرد بديل للسندات التقليدية بل هي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع العوائد وتقليل المخاطر النظامية في الأسواق المالية .

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

1 -دراسة Berrahlia, B., & Benseghir, M. (2025). Limits of Legal Certainty: A Commentary on the "Dana Gas" Case. Laws, 14(22)

حدود اليقين القانوني: تعليق على قضية ''دانة غاز''، مقال علمي محكّم،

تقدم هذه الدراسة تحليلا قانونيا عميقا لأزمة الصكوك "دانة غاز" التي اندلعت عام 2017، معتبرة إياها نقطة تحول جوهري في صناعة التمويل الإسلامي المعاصر. يتمحور جوهر المقال حول الجدل القانوني الذي نشأ عندما حاولت شركة التهرب من التزاماتها المالية التي بلغت قيمتها 700 مليون دولار بحجة أن صكوكها لم تعد متوافقة مع الشريعة الإسلامية والقانونية والقانون الإماراتي، مما أدى إلى صراع قضائي دولي بين المحاكم الشارقة التي ركزت على بطلان "عقد المضاربة" بسبب ضمان رأس المال، ومحاكم لندن التي انتصرت ل "اتفاقيه الشراء" الحكومة بالقانون الإنجليزي ضمانا لحقوق المستثمرين. وتنتقد الدراسة حالة "تجزئة العقود" التي تجعل أجزاء من الصفقة الواحدة تخضع لقوانين متضاربة، مما يهدد اليقين القانوني ويخلق بيئة من عدم الثقة لدى المستثمرين الدوليين. وتنتهي هذه الدراسة بدعوة إصلاحية تشدد على ضرورة "توطين" منازعات الصكوك في المحاكم الوطنية للدول الإسلامية، وتطوير بنية تحتية تشريعية تبنى معايير أيوفي AAOIFI بشكل قانوني ملزم، لضمان ألا تستخدم الفتاوي كوسيلة للتهرب من المسؤوليات التعاقدية تحت ستار عدم الشرعية.

2 -دراسة Mohammed Imad Ali وAznan Hasan وAshurov Sharofiddin

بعنوان: **تقييم عوامل التخلف عن سداد الصكوك دراسة حالة حول صكوك دانة غاز في الإمارات العربية المتحدة**، مجلة التمويل11، العدد1(2022)،33-40، معهد التمويل الإسلامي، جامعة الإسلامية العالمية بماليزيا.

تقدم هذه الدراسة تحليلا نقديا شاملا للعوامل التي أدت إلى تعثر صكوك "دانة غاز" في الإمارات، معتبرة أن الأزمة لم تكن مجرد تعثر مالي، بل كانت نتيجة لخلل هيكلي وقانوني عميق. يتمحور حول نقاط الجوهرية التالية :

- تشخيص أسباب التعثر: تذهب الدراسة إلى ما هو أبعد من الادعاءات الشرعية للشركة،

موضحة أن التعثر نتج عن "غياب توحيد القياسي" في الوثائق القانونية والتفسيرات الشرعية، بالإضافة إلى تضارب القوانين الحاكمة بين (القانون الإنجليزي وقانون الإمارات)، مما خلق ثغرة استغلتها الشركة لإعادة تصنيف التزاماتها.

- ثغرات الهيكلية (صكوك المضاربة): يحلل المقال كيف أن بنية المضاربة التي استخدمتها دانة غاز كانت تفتقر إلى الوضوح في توزيع المخاطر، مما سمح بحدوث نزاع حول مدى إلزامية شراء الأصول عند الاستحقاق، وهو ما اعتبرته الشركة لاحقا مخالفا للشريعة التهرب من الدفع.

- ضعف الحوكمة الشرعية: يسلط الضوء على فجوة في رقابة حيث إن الهيئات الشرعية التي أجازت الصكوك في البداية لم تكن تملك سلطة قانونية منظمة تمنع الشركة من الطعن في شرعية إصداراتها الخاصة اللاحقة

- الخلاصة والإصلاح يلخص المقال إلى أن قضية دانا غاز دقت ناقوس الخطر بضرورة "تقنين المعايير الشرعية" وجعلها جزءا لا يتجزأ من القانون المدني والتجاري للدولة المصدرة لضمان عدم استخدام على الشرعي كذريعة قانونيه للتهرب من الديون، مما يحمي سمعه السوق المالي الإسلامي العالمي.

3 -دراسة **Saheed Abdullahi Busari واخرون** بعنوان: **التخلف عن سداد صكوك دانا غاز" تحليل الفقهي والقانوني الحكم المحكمة"** المجلة الدولية للتمويل والإدارة الإسلامية والشرق الأوسط، المجلد 12، العدد4،2019، ص585-569.

تمثلت إشكالية الدراسة في: مدى توافق حكم المحكمة الإنجليزية في قضية دانة غاز مع أحكام الشريعة الإسلامية؟

تقدم هذه الدراسة تحليلا فقهيا وقانونيا عميقا للحكم الصادر عن المحكمة العليا في إنجلترا بخصوص نزاع "دانا غاز"، وتركز بشكل خاص على "تعهد الشراء" ومدى إلزاميته.

تستعرض الدراسة حجج التي قدمتها شركة دانا غاز أمام المحاكم البريطانية حيث ادعت الشركة أن "تعهد بالشراء" الذي يلزمها بإعادة شراء أصول الصكوك عند الاستحقاق غير قابل للتنفيذ لأنه مرتبط بعقد المضاربة أصبح غير شرعي وفقا لتطور المعايير الشرعية في الإمارات وهو ما رفضته محكمة الانجليزية.

التحليل الفقهي للحكم: استخدم الدراسة قواعد فقهية الكلية لتحليل قرار المحكمة البريطانية حيث توصلت إلى أن قرار المحكمة انجليزية بإنفاذ التعهد كان "عادلا"

إشكالية "تعهد الشراء" والقيمة الاسمية: يناقش المقال معضلة إعادة الشراء بقيمة الاسمية في صكوك المضاربة فبينما ترى شركة أن هذا يتضمن رأس مالي وهو ما يخالف طبيعة المضاربة، ترى الدراسة إن الالتزام التعاقدي المستقل يجب أن يحترم لحماية المستثمرين من تقلبات نية المصدر، تصادم بين محاكم لندن والشارقة: تحلل الدراسة التناقض بين حكم محكمة الشارقة التي قد تميل لإبطال العقد كليا لمخالفته الشريعة وحكم لندن الذي يفصل بين الجانب الشرعي والالتزام التعاقدي القانوني .

الخلاصة تؤكد دراسة أن حماية حقوق المستثمرين تعد أولوية قصوى في التمويل الإسلامي وان عدم الامتثال الشرعي لا ينبغي أن يتخذ ذريعة لعدم الوفاء بالالتزامات المالية داعية إلى ضرورة صياغة عقود تمنع حدوث هذا النوع من المخاطر القانونية مستقبلا.

4 -دراسة**Najeeb Zada**و **Marjan Muhammad**،بعنوان: **تعقيدات التخلف عن السداد في التمويل الإسلامي دراسة حالة دعوى دانا غاز**، مجلة الأعمال والإدارة الإسلامية ،2018، ص286-292.

تمثلت إشكالية الدراسة في: كيف تؤثر الاختلافات القانونية بين الدول على تسوية نزاعات الصكوك الإسلامية؟

تقدم هذه الدراسة سردا تحليليا دقيقا لبداية أزمة " دانا غاز" حيث تركز على الإشكالية القانونية الناتجة عن ازدواجية القوانين الحاكمة لعقود الصكوك، مبينة كيف أحدثت إعلان شركة عن "عدم شرعية "صكوكها بناء على تغير التفسيرات الفقهية صدمت في الأسواق المالية العالمية توضح هذه الدراسة على أن جوهر النزاع يكمن في "تجزئة العقد" إذ خضعت وثائق صكوك لقانون دولة الإمارات بينما خضع تعهد الشراء في قانون الإنجليزي مما خلق ثغرة قانونية مكنت الشركة من اللجوء للقضاء المحلي في الشارقة لعرقلة التزاماتها المالية مقابلة تمسك مستثمرين بالقضاء البريطاني لضمان حقوقهم وتلخص هذه الدراسة إلى أن هذه القضية كشفت عن مخاطر هيكلية تهدد مصداقية التمويل الإسلامي، محذرة من أن السماح للمصدرين بالطعن في شرعية إصداراتهم الخاصة بعد فوات الأوان قد يؤدي إلى فقدان ثقة في سوق الصكوك كأداة استثمارية أمنة.

5- دراسة **Muhammad Salahuddin Hekmatyar**و**Ebrahim Parkar**،

بعنوان: تقييم الصكوك المضاربة لشركة دانا غاز من منظور الشريعة والقانون، المجلة الأوروبية للتمويل الإسلامي (EJIF)،9أفريل،2018.

تحت إشكالية: إلى أي مدى تتوافق صكوك دانا غاز مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما أثر ذلك على النزاعات القانونية وثقة المستثمرين؟

تستعرض هذه الدراسة تقييما فقهيا وقانونيا عميقا لصكوك مضاربة "دانا غاز" حيث تركزت على فحص مدى صحة إدعاءات الشركة بأن صكوكها غير متوافقة مع الشريعة، وتكشف هذه الدراسة من خلال مقارنة هيكل صكوك بمعايير أيوفي(AAOIFI) عن وجود مخالفات شرعية حقيقية في آليات توزيع الأرباح وتعهد الشراء التي تضمن حماية من الخسارة، وهو ما يتناقض مع جوهر عقد المضاربة القائم على المشاركة في الربح والخسارة. ومع ذلك، تنتقد هذه الدراسة توقيت إثارة هذه الشبهات من قبل الشركة، معتبرة أن استخدام الثغرات الشرعية كوسيلة لتمتص من التزامات المالية تمثل سابق خطير قد تزعزع ثقة المستثمرين في صناعة الصكوك العالمية وتدعو في ختامها إلى ضرورة تجديد الرقابة الشرعية أثناء عملية الإصدار لضمان عدم وجود إي تعارض مستقبلي بين القوانين الوضعية والإحكام الفقهية.

6- دراسة قضية صكوك دانا غاز (2017–2018) دراسة حالة (Case Study) في التمويل الإسلامي.

تحت إشكالية: ما هي أسباب النزاع بين شركة دانا غاز وحملة الصكوك، وما مدى تأثير ذلك على استقرار سوق الصكوك الإسلامية؟

قدم دراسة حالة دراسة تحليلية شاملة لنزاع " دانا غاز"، حيث تركز على كيفية تأثير هذا النزاع على ثقة المستثمرين ومستقبل صناعة التمويل الإسلامي التي تقدر بتريليوني دولار حيث تستعرض هذه الدراسة الأبعاد المعقدة لقرار شركة "دانا غاز "الصادم في يونيو 2017 بإعلان صكوكها (بقيمة700 مليون دولار) غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية، موضحة كيف استغلت الشركة تطور تفسيرات الفقهية لمحاولة فرض إعادة هيكلة ديونها بشروط اعتبرها المستثمرون "غير عادلة ". وتبرز الدراسة التحدي القانوني الكبير المتمثل في لجوء الشركة لمحاكم الشارقة في مقابل لجوء حملة الصكوك للمحاكم البريطانية، مما خلق حالة من الارتباك حول مدى إلزامية العقود الإسلامية في الأسواق الدولية. تلخص هذه الدراسة إلى أن هذه القضية لا تتعلق فقط بالوضع المالي للشركة بل تمثل اختبار حقيقي لقدرة أدوات التمويل الإسلامي (مثل صكوك المضاربة) على صمود أمام مخاطر القانونية والشرعية، مشددة على أن الحكم النهائي سيساهم بشكل جذري في صياغة معايير الحوكمة والشفافية لحماية المستثمرين من مخاطر إعادة تفسير الشرعي مستقبلا.

7- دراسة **David billington وMohamed Taha**بعنوان: **هل يمكن لصناعة الصكوك النجاة من نزاع دانا غاز؟** مجلة إعادة هيكلة الأسواق الناشئة، العدد2017،05-2018.

يقتضي هذا المقال الصادر في 2017 2018 التداعيات الوجودية لنزاع دانا غاز على مستقبل صناعة الصكوك العالمية، محذرا من أن الأزمة كشفت عن ثغرة جوهرة تتمثل في "غياب معايير الموحدة" للهياكل والوثائق القانونية. ويوضح الكاتبان (ديفيد بيلينغتون ومحمد طه) أن لجوء الشركة لمحاكم الشارقة للطعن في شرعية صكوكها بعد أن كانت أقرت بصحتها عند الإصدار يضرب مبدأ اليقين القانوني في وبالتالي يضع المستثمرين الدوليين أمام مخاطر غير متوقعة تتعلق بإعادة التفسير الشرعي كأداة للتهرب من الديون. وكما طرأ أن بقاء صناعة الصكوك وازدهارها مرهونا بقدرتها على معالجة هذا النزاع بشكل يتضمن حماية الدائنين وتوحيد المرجعية القانونية والشرعية، وذلك لمنع تحول "المخاطر الشرعية "إلى عقبة تعجز عنها الصكوك عن منافسة السندات التقليدية في جذب السيولة العالمية.

المطلب الثالث: المقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

تتقاطع الدراسة الحالية مع الأدبيات السابقة في اتخاذ "الصكوك الإسلامية" وقضية "دانا غاز" محوراً للبحث، إلا أنها تتمايز عنها من خلال عدة جوانب جوهرية نلخصها فيما يلي :

- من حيث النطاق الموضوعي (The Scope) تتميز الدراسة الحالية بتبنيها مقاربة

تكاملية، بينما اتسمت الدراسات السابقة بالتخصص القطاعي :الدراسات السابقة: ركزت على زوايا محددة؛ فدراسة (فؤاد بن حدو) انصبت على الجوانب الإجرائية لإعادة الهيكلة، بينما ركزت دراسة (Hekmatyar & Parkar) على التكييف الشرعي والقانوني، في حين اهتم تقرير (IFN) بالنتائج المالية المحضة .الدراسة الحالية: تجمع بين الأبعاد المالية والشرعية والقانونية في إطار تحليلي واحد، باعتبارها عناصر.

- من حيث الطرح الإشكالي (ProblemStatement) بينما عالجت الدراسات السابقة

إشكاليات جزئية، تطرح هذه الدراسة إشكالية أكثر تركيباً وعمقاً :الدراسات السابقة: بحثت في أسئلة مباشرة مثل: "كيف تتم إعادة الهيكلة؟" أو "ما مدى التوافق الشرعي؟ ."الدراسة الحالية: تبحث في "العلاقة السببية التفاعلية" بين التعثر المالي، والقصور في الإطار الشرعي، والتعقيدات الناشئة عن تنازع القوانين، وكيف أدى هذا التداخل إلى تعقيد أزمة دانا غاز.

- من حيث النتائج المحققة (Results) تهدف هذه الدراسة إلى تقديم رؤية نسقية بدلاً من

النتائج المتفرقة :خلصت الدراسات السابقة إلى نتائج معزولة (مثل أهمية معاييرAAOIFI أو وجود تضارب قضائي .(الدراسة الحالية: تبرز كيف أن ضعف الهيكلة الأولية كان المحرك الأساسي الذي فجر النزاع القانوني والتعثر المالي، مما يضع يد المصمم المالي على مكامن الخطر الحقيقية.

- من حيث القيمة المضافة (Value Added) تتمثل الإضافة النوعية لهذه الدراسة في :

الواقعية الشاملة: الانتقال من التنظير إلى تحليل تجربة واقعية بكل تشعباتها القانونية والمالية .نقد الإطار المزدوج: الكشف عن تناقص الإطار القانوني والشرعي معاً، والربط بين الهندسة المالية الإسلامية والمخاطر العملية في الأسواق الدولية .تجاوز الجانب النظري: بينما اكتفت بعض الدراسات بالتأصيل النظري، تقدم هذه الدراسة دليلاً تحليلياً يساعد المؤسسات المالية على تجنب "المناورات القانونية" في إصدارات الصكوك المستقبلية.

خلاصة الفصل

يلخص هذا الفصل النظرية الأساسية لدراستنا، حيث تم من خلاله الغوص في أعماق الصكوك الإسلامية كأداة مالية مبتكرة ضمن منظومة الهندسة المالية الإسلامية. وقد خلصت الدراسة في هذا الجانب إلى تحديد ملامح هذه الأداة باعتبارها وثائق مالية تمثل حصصاً مشاعة في ملكية أصول مادية أو منافع، مما يخرجها من دائرة "أدوات الدين" التقليدية (السندات) لتصبح "أدوات ملكية" تكرس مبدأ التشارك في الربح والخسارة .ويمكن إيجاز أهم الاستنتاجات النظرية التي تم التوصل إليها في النقاط التالية :التميز الهيكلي: تختلف الصكوك جوهرياً عن السندات التقليدية؛ فبينما يعتمد السند على الفائدة الثابتة كأداة دين، تعتمد الصكوك على العائد المتولد من الأصول الحقيقية، وهو ما جعلها تحظى بقبول واسع حتى في الدول غير الإسلامية كأداة فعالة لتمويل العجز وتنشيط الاقتصاد.

خارطة المخاطر: كشف التحليل أن الصكوك لا تكتفي بمواجهة المخاطر المالية التقليدية (مخاطر الائتمان، السوق، والتشغيل)، بل تنفرد بمخاطر ذات طبيعة خاصة، أبرزها مخاطر المخالفة الشرعية ومخاطر ترتبط بطبيعة الصيغة التعاقدية ذاتها (صيغ المشاركة مقابل صيغ المديونية).آليات التحوط والرقابة: لم تقف الهندسة المالية الإسلامية عند تشخيص المخاطر، بل طورت أدوات لإدارتها وفق ضوابط الشريعة، شملت: تفعيل الرقابة الشرعية، تكوين صناديق احتياطي الطوارئ، واستخدام التأمين التعاوني، بالإضافة إلى الدقة في صياغة نشرات الإصدار لضمان كفاءة الإدارة .

تراكم المعرفة: من خلال استعراض الأدبيات والدراسات السابقة، تم تحديد الفجوات البحثية التي ستسعى دراستنا الحالية لتغطيتها، مع إبراز أوجه التشابه والاختلاف في منهجيات المعالجة والنتائج التي توصلت إليها الدراسات المقارنة في هذا المجال .

ختاماً، يشكل هذا التأصيل النظري قاعدة صلبة للانتقال نحو الجانب التحليلي، حيث يتضح أن نجاح تجربة الصكوك لا يتوقف على جاذبيتها التمويلية فحسب، بل على مدى إرساء نظام رقابي وقانوني يحميها من الانحرافات الشرعية والمخاطر التشغيلية.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لشركة دانة غاز DANA GAS

تمهيد

بناء على ما تم استعراضه في الفصل السابق من تأصيل نظري لهيكلة الصكوك الإسلامية وأنواع المخاطر المرتبطة بها سواء كانت مخاطر ائتمانية السوقية أو تلك المخاطر النوعية المرتبطة بالجانب الشرعي والقانوني، تبرز الحاجة الملحة لاختبار هذه المفاهيم ضمن سياق عملي واقعي. فلا يكتمل فهم "الهندسة المخاطر" في المالية الإسلامية إلا من خلال تشريح الحالات التي واجهت تحديات جوهرية في استقرارها المالي والتعاقدي.

تعد شركة" **دانا غاز**" نموذجا مثاليا وفريدا للبحث، ليس فقط كونها من الشركات الكبرى للطاقة في المنطقة بل لان إصدارتها من الصكوك قد شهدت محطات تاريخية من إعادة الهيكلة والنزعات القانونية التي أعادة صياغة مفهوم " المخاطر الشرعية " في الأسواق الدولية

من هذا المنطلق يسعى هذا الفصل إلى إسقاط أدوات التحليل والتقييم على البيانات الخاصة بشركة دانا غاز بهدف تقييم مستوى المخاطر التي أحاطت بصكوكها، وتحليل عوامل الاقتصادية والقانونية التي أدت إلى تعثرها أو إعادة هيكلتها ولتحقيق كذلك تم تقسيم الدراسة التطبيقية إلى المباحث التالي:

المبحث الأول: عينة الدراسة.

المبحث الثاني: مناقشة وتقييم مخاطر الصكوك الإسلامية لشركة دانا غاز.

المبحث الأول: عينة الدراسة

قبل الشروع في دراستنا نوضح عينة الدراسة وهي (شركة دانا غاز) التي تعد نموذجا رائدا لشركات الطاقة والمساهمة وهي أحد أبرز الكيانات الاقتصادية في منطقة الشرق الأوسط، وللتعرف على المزيد من المعلومات عن هذه الشركة إليك ما يلي.

المطلب الأول: نبذة عن شركة دانا غاز

تأسست شركة دانا غاز، المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، في العام 2005، وهي أول وأكبر شركة من القطاع خاص تعمل في مجال الغاز الطبيعي في منطقة الشرق الأوسط. تمتلك دانا غاز حاليا أصولاً في مجالات استكشاف الغاز وإنتاجه ومعالجته ونقله في كل من دولة الإمارات العربية المتحدة وجمهورية مصر العربية وإقليم كردستان العراق. في إقليم كردستان العراق، تركّز عمليات دانا غاز على أنشطة الاستكشاف والنقل والإنتاج، ويتضمن ذلك أنشطة استكشاف وإنتاج الغاز الطبيعي ومعالجته ونقله وبيع المنتجات البترولية.[1]

وفي مصر، تمتلك دانا غاز أصولاً عالية الجودة، حيث تتركز عملياتها الرئيسة على تطوير حقول الغاز وإنتاجه. ويتم إنتاج الغاز حاليًا من 14 حقلًا في منطقة دلتا النيل البرية، من المتوقع أن يتم منح مساحات استكشافية جديدة عندما يتم التصديق على اتفاقية توحيد الامتيازات.

تلتزم شركة دانا غاز بالانضباط المالي، وتركز على النمو المربح من خلال كفاءة تشغيل الأصول وموازنة النفقات الرأسمالية مع التدفق النقدي من العمليات وتحصيل الإيرادات من العملاء. تمتلك الشركة محفظة قوية من الأصول المهمة والواعدة، التي تتضمن مشاريع تطوير جديدة محتملة واستكشاف حقول جديدة بالإضافة إلى عمليات الإنتاج الحالية. تتجاوز الاحتياطيات المثبتة والمحتملة للشركة مليار برميل من النفط المكافئ ويتجاوز معدل الإنتاج اليومي للمجموعة ال60 ألف برميل نفط مكافئ.

المطلب الثاني: تشكيل مجلس إدارة الشركة.

بحسب المادة 20 من نظام الشركة:

1- يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة مكون من عدد (11) إحدى عشر عضوا تنتخبهم الجمعية العمومية للمساهمين بالتصويت السري التراكمي على أن تكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين غير التنفيذيين الذين يجب أن يتمتعوا بخبرات عملية ومهارات فنية بما يعود بالمصلحة على الشركة.

2- يتعين عند اختيار الأعضاء غير التنفيذيين للشركة مراعاة أن يكون العضو قادرا على تخصيص الوقت والاهتمام الكافيين لعضويته وألا تمثل هذه العضوية تعارضا مع مصالح أخرى.

[1] موقع الرسمي لشركة دانة غاز، https ://www.danagas .com

3– يجب أن تلتزم الشركة بالنسبة المطلوبة لمواطني الدولة في تشكيل مجلس الإدارة وفقا للقوانين والأنظمة ذات العلاقة.

4– يجب أن تلتزم بالنسبة المطلوبة لتمثيل المرأة في تشكيل مجلس الإدارة وفقا لدليل الحوكمة وتلتزم الشركة بالإفصاح عن ذلك التمثيل ضمن تقرير الحوكمة السنوية.

أعضاء مجلس الإدارة الحاليين:

- حميد ضياء جعفر: رئيس مجلس الإدارة.
- راشد سيف الجروان الشامسي: نائب رئيس مجلس الإدارة.
- مجيد حميد جعفر: عضو مجلس إدارة.
- محمد خليل محمد شريف خوري: عضو مجلس إدارة.[1]

المطلبالثالث: مهام مجلس الإدارة ومجلس الإدارة التنفيذية.

أ–مهام مجلس الإدارة:

أبرز مهام ومسؤوليات مجلس إدارة دانا غاز:

- التوجيه الاستراتيجي: اعتماد الرؤية والرسالة والخطط الإستراتيجية طويلة وقصيرة المدى للشركة.
- الحوكمة والسياسات: وضع وتطوير لوائح الحوكمة، السياسات المالية، والسياسات الإدارية لشؤون الموظفين.
- الإشراف والرقابة: مراقبة الأداء المالي والتشغيلي، ونظم الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر.
- القرارات المالية: اتخاذ القرارات الرئيسية مثل التوصية بتوزيعات الأرباح (كما حدث لعام 2025)، وإبرام الاتفاقيات الهامة.
- إدارة الموارد البشرية: تعيين وإحلال كبار الموظفين والمديرين التنفيذيين.
- لجان المجلس: الإشراف على أعمال اللجان المنبثقة (مثل لجنة التدقيق والامتثال).

ب–مهام وصلاحيات مجلس الإدارة التنفيذية

يتولى مجلس إدارة شركة "دانة غاز" مسؤولية التوجيه الاستراتيجي، الحوكمة، والرقابة لضمان تحقيق أهداف الشركة، بما في ذلك وضع السياسات المالية والإدارية، تعيين كبار التنفيذيين، والإشراف على إدارة المخاطر والامتثال لقوانين الشركات، وفقاً لـ نظام الحوكمة.

المطلب الرابع: إدارة المخاطر

إن الرصد المبكر للمخاطر الرئيسة وتقييمها والتخفيف منها من العناصر المهمة في عمليات الإدارة والحوكمة المؤسسية في شركة دانا غاز. فالإجراءات الفعّالة في إدارة المخاطر ضرورية جداً لضمان الكفاءة التشغيلية للمشاريع ووحدات الأعمال والأنشطة الرئيسة والمجموعة ككل. ولقد تبنت دانا غاز أفضل ممارسات إدارة المخاطر التي تغطي المخاطر الإستراتيجية والتشغيلية والمالية،

[1] موقع الرسمي لشركة دانة غاز ،https ://www.danagas .com

إلى جانب مخاطر الامتثال والصحة والسلامة والأمن والبيئة، وذلك من أجل تحقيق الاستفادة القصوى من الفرص وحماية مصالح المساهمين.

تعتمد شركة دانا غاز إجراءات فعّالة لإدارة المخاطر عبر المجموعة بأسرها، بحيث تضمن أخذ المخاطر بالحسبان على كل المستويات داخل الشركة، ويتم التعامل مع أي من المسائل من خلال مبدأ التصعيد، وذلك من خلال نقلها من مستوى الإدارات إلى مستوى المجموعة ومن مستوى مجلس الإدارة إلى المسؤولين في الإدارات والبلدان. تتم مناقشة المخاطر الرئيسية على مستوى مجلس الإدارة، فيما يتم تفويض إدارتها لفريق الإدارة التنفيذية والإدارة العليا تحت إشراف مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه.[1]

المبحث الثاني: مناقشة وتقييم مخاطر صكوك شركة دانا غاز لعام 2017

المطلب الأول: خلفية الموضوع

- **التأسيس والانطلاقة المالية (2005–2007).**

(تعد شركة دانا غاز إحدى أكبر شركات الطاقوية في الشرق الأوسط ، وهي مختصة باستخراج البترول والغاز الطبيعي، تأسست الشركة في نهاية عام 2005م برأس مال مدفوع قدره 6مليارات درهم إماراتي، واتخذت من إمارة الشارقة مقرا رئيسيا لها، وبصفتها شركة مدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية قدرت قيمتها السوقية حينها بنحو 9إلى 12مليار درهم إماراتي(أي ما يعادل 2.5إلى3.3 مليار دولار أمريكي تقريبا) وتملك حق التنقيب وإنتاج في عدة دول أصدرت الشركة عام 2007م صكوكا قائمة عل عقد المضاربة بقيمة مليار دولار أمريكي بعائد سنوي قدره 7,5% .

- **أزمة عام2012وإعادة الهيكلة الأولى .**

بحلول عام 2012 واجهت دانا غاز صعوبات وعقبات مالية جراء انخفاض حاد في أسعار البترول، إضافة إلى إشكالات تعاقدية في أماكن التنقيب نتج عنها تراكم في المستحقات المالية المقدرة ب600مليون دولار أمريكي وبسببها أعلنت الشركة عن إنفاق مع حملة الصكوك بإعادة هيكلة الصكوك وذلك بإصدار صكوك جديدة عام 2013م بقيمة بلغت 850مليون دولار أمريكي(مقسمة إلى 425مليون دولار أمريكي صكوك عادية بعائد قدره 9%و425مليون دولار أمريكي صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم بعائد 7%)، وبشروط جديد من بينها استحقاق الصكوك في 31 أكتوبر 2017م ومن أبرز أسباب قبول الدائنين لهذا الاتفاق هو إدراج شرط تحويل الصكوك إلى أسهم في حالة التعثر مجددا وهو ما طالب بيه وكيل حملة الصكوك حينها واضطرت الشركة على الموافقة عليه تحت ضغط ظروفها المالية آنذاك.

- **المناورة القانونية (الجدل حول الشرعية)**

في منتصف عام 2017عادت الشركة إلى مفاوضات جديدة مع حملة الصكوك لإعادة هيكلتها بشروط جديدة قبل استحقاق في أكتوبر 2017، فاجأت دانا غاز الأسواق المالية ببيان صحفي مثير للجدل ذكرت فيه أنه "نظرا للتطور المستمر

[1] موقع الرسمي لشركة دانة غاز، https ://www.danagas .com

مر للأدوات المالية الإسلامية وتفسيراتها تلقت الشركة مؤخرا مشورة قانونية بأن الصكوك في صيغتها الحالية غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية وبالتالي فهي غير قانونية بموجب قانون دولة الإمارات العربية المتحدة" .

يرى المحللون أن هذا الإعلان لم يكن يهدف إي إبراء الذمة الشرعية فحسب بل كان أداة تفاوضية ذكية للضغط على الدائنين بهدف تجنب تفعيل شرط تحويل الصكوك إلى أسهم والذي سيفقد المساهمين الحاليين جزءا كبيرا من هيمنتهم على الشركة.

- **الصراع القضائي بين الشارقة ولندن.**

نظرا لتعدد مستندات المعاملة نشأ نزاع حول جهة الاختصاص :

جهة الاختصاص محكمة الشارقة اختصت بالدعوى على اتفاقية المضاربة المرتبطة بأصول المحلية، حيث طالبت دانا غاز بإبطال العقد واعتبار مبالغ التوزيعات الدورية زائدة على رأس مال المضاربة المضمون زياداتٍ غير مشروعة على رأس المال .

المحكمة الإنجليزية (لندن) تمسك حملة الصكوك ب " تعهد الشراء "الذي يخضع للقانون الإنجليزي مطالبين بتنفيذ التعهد وسداد القيمة الاسمية البالغة 700مليون دولار أمريكي آنذاك .في الأخير صدرت أحكام قضائية من كلا المحكمتين، فقد صدر حكم محكمة الشارقة في سبتمبر 2017 بحجز القضية ووقف إجراءات التقاضي في محكمة أخرى، بينما صدر حكم المحكمة الإنجليزية في نوفمبر 2017 بأن التعهد بالشراء قابل للتنفيذ تحت أي ظرف.

- **التسوية النهائية والإطفاء.**

في ماي 2018 انتهى النزاع بالصلع بين الأطراف بإعادة تمويل الإصدار بقيمة 530مليون دولار أمريكي بشروط جديدة والذي يتمثل في إعادة هيكلة الصكوك في ضوء هيكلة جديدة قائمة على الإجارة لضمان التوافق الشرعي وبمعدل ربح منخفض قدره4% سنويا وبتاريخ استحقاق ينتهي في 31أكتوبر2020 .في يوليو 2020 أعلنت دانا غاز بدأ إجراءات الإطفاء الكامل

ليتم إيداع المستحقات المالية المقدرة ب309مليون دولار أمريكي في حسابات المستثمرين في الثاني من نوفمبر 2020، وبذلك طويت صفحة واحدة من أعقد قضايا الصكوك الإسلامية.

الجدول (2–1): التتبع الزمني والمحاسبي بمراحل هيكلة وتصفية صكوك شركة دانة غاز (2005–2020)

المرحلة / التاريخ	الحدث والمسار التاريخي والقانوني	طبيعة الإجراء المالي والشرعي والمعادلات	القيمة (مليون دولار)	الشروط،العوائد وخلفية الجدل الشرعي.
التأسيس والإصدار الأول(2005–2007)	تأسيس الشركة في الشارقة برأس مال 6 مليارات درهم، إطلاق أول إصدار صكوك عام 2007 لتوسيع الاستثمارات.	المبلغ الابتدائي للإصدار الأول (الحجم الكلي للمضاربة المتعلقة).	1000	صيغة عقد مضاربة بعائد سنوي قدره 7.5%.خضعت اتفاقية المضاربة للقانون الإماراتي، بينما خضع "تعهد الشراء " للقانون الإنجليزي.
أزمة 2012	تراكم مستحقات ب	الحطوة1: إلغاء جزء من	920	استبعاد الصكوك المعاد

(إعادة الهيكلة الأولى)	600مليون دولار نتيجة انخفاض أسعار البترول وإشكالات التنقيب، مما أدى لتعثر إصدار 2017.	الدين عبر إعادة الشراء. القيمة (1) = 1000- 80		شراؤها من التداول لتحفيف العبء الائتماني الجاري على الشركة.
إصدار صكوك2013 الجديدة	الاتفاق مع حملة الصكوك على تسوية الاستحقاق الشامل إلى 31 أكتوبر 2017	الخطوة2: اقتطاع المتخلف عن السداد. صافي الدين=920-70 الخطوة3: تقسيم الصافي إلى شريحتين بالتساوي (2/850)	850 (425لكل شريحة)	الشريحة1: صكوك عادية بعائد 9% لمدة 5 سنوات. الشريحة2: صكوك قابلة للتحويل إلى أسهم بعائد 7% (تم إدراج شرط التحويل القصري في حالة التعثر لحماية الدائنين وهيكل هيمنتهم).
يونيو-أكتوبر2017 (المناورة والصراع القضائي)	الشركة تفاجئ الأسواق ببيان بعدم شرعية صكوكها وبطلانها قانونيا بالإمارات لتجنب شرط تحويل الدائنين لأسهم وسحب الهيمنة.	تجميد الدفع وبدء النزاع العابر للحدود بين محكمة الشارقة (أبطلت العقد) ومحكمة لندن (ألزمت بتنفيذ تعهد الشراء ل 700مليون دولار).	700 (القيمة المتنازل عليها)	الجدل دار حول تغير معايير AAOIFIوتحريم ضمان رأس المال في المضاربة.اعتبر المحللون الإجراء خطة ذكية للضغط للتنازل عن الأسهم.
مايو-أغسطس 2018 (التسوية النهائية)	إنهاء النزاع القضائي الدولي بالصلح بين الأطراف، وإصدار صكوك جديد بالكامل مطابقة للضوابط الشرعية الحديثة.	إعادة تمويل الإصدار وتعديل الصيغة الفقهية من المضاربة إلى عقود التمويل بالأصول (الإجارة).	530	بشروط جديدة تماما تشمل: مدة استحقاق3 سنوات (تنتهي في أكتوبر 2020)، إلغاء حق التحويل لأسهم، وحفض معدل الربح السنوي إلى 4%.
أكتوبر- ديسمبر 2018 (تخفيض المديونية الجارية)	تفعيل إدارة المخاطر المالية عبر استغلال فوائض السيولة لإعادة شراء الصكوك من السوق المفتوح وإرسالها للإلغاء.	15أكتوبر: شراء وإلغاء شريحة ب 99مليون دولار. 16ديسمبر: شراء وإلغاء شريحة ب 12مليون دولار إجمالي المسترد=221 مليوم دولار.	221 (قيمة الصكوك الملغاة)	تم إرسال الصكوك المستردة إلى الوكيل الحافظ (بنك نيويورك ملبون) لإبطالها رسميا، بهدف تخفيف عبء السداد النهائي عند الأجل.

02نوفمبر 2020 (الإطفاء النهائي)	إعلان دانا غاز الطي النهائي للملف وإيداع كافة المستحقات الباقية في حسابات المستثمرين الدولية.	تصفية المركز المالي عبر معادلة الوفاء الأخير: السداد النهائي =530-221	309	الإطفاء التام: تم تحويل الأموال بالكامل عبر نظام المقاصة الدولي المعتمد، وبذلك طويت رسميا واحدة من أعقد قضايا الصكوك الإسلامية ماليا وقانونيا.

المصدر: من إعداد الطالبتين

المطلب الثاني: أطراف ووثائق الصكوك.

الفرع الأول: أطراف الصكوك

أبرز أطراف الصكوك:

1-شركة دانا غاز: وهي المنشئ والملتزم والمضارب.

2-شركة دانا غاز للصكوك المحدودة: وهي شركة ذات غرض خاص مسجلة في جزيرة جيرسي لغرض إصدار الصكوك وهي المصدر والأمين ووكيل رب المال (وكيل جملة الصكوك).

3-المفوض: بناء على اتفاقية العهدة سيفوض الأمين صلاحياته إلى المفوض: أمين الحفظ بنك "إتش إس بي سي " المحيط. [1]

[1].مراجعة نقدية مع ترجمة حكم المحكمة الانجليزية الصادر في عام 2017م، فريق من الباحثين، ص15،20، المعلومات الأخرى غير متوفرة في المرجع

الفرع الثاني: وثائق الصكوك

تتكون مستندات الصكوك من الوثائق الآتية:

- ❖ اتفاقية المضاربة: وأطرافها شركة دانا غاز للصكوك المحدودة (وكل رب المال)، وشركة دانا غاز (المضارب) وجرى بموجبها تعديل اتفاقية المضاربة الأصلية المؤرخة في 31أكتوبر2007م، ليستمر المضارب في استثمار المتبقي من حصيلة الصكوك (رأس مال المضارب) في جملة من أنشطة دانا غاز المتوافقة مع الشريعة وفقا للخطة الاستثمارية الملحقة بالاتفاقية،ويحكمها القانون الإماراتي.
- ❖ التعهد بالشراء: وهو وثيقة تعهد من شركة دانا غاز ("الملتزم" بصفتها المستقلة وليست بصفتها مضاربا أو ضامنا) لصالح شركة دانا غاز للصكوك المحدودة(الأمين)، وجرى بموجبه التزام شركة دانا غاز بشراء أصول الصكوك بسعر التنفيذ في حالات معين، وهو معدل للتعهد بالشراء المؤرخ في 31أكتوبر2007م،ويحكمه القانون الإنجليزي.
- ❖ التعهد بالبيع: وهو وثيقة تعهد من شركة دانا غاز للصكوك المحدودة (الأمين)، لصالح شركة دانا غاز وجرى بموجبه التزام الأمين –نيابة عن حملة الصكوك – ببيع أصول المضاربة في حالات معينة، لصالح شركة دانا غاز عند إنتهاء عقد المضاربة وتصفيته واستيفاء شركة دانا غاز للصكوك المحدودة حقوقها بصفتها وكيلا عن رب المال بموجب اتفاقية المضاربة، وهو معدل للتعهد بالبيع المؤرخ في 31أكتوبر 2007م، ويحكمه القانون الإنجليزي.
- ❖ اتفاقية العهدة: وأطرافها شركة دانا غاز للصكوك المحدودة (الأمين)، وشركة دانا غاز، والمفوض الأصلي أمين الحفظ بنك "إتش إ سبي سي " (سي آي) المحدود، وهو معدل لاتفاقية العهدة المؤرخ في 31أكتوبر2007م، حيث سيطفئ الأمين الصكوك القائمة، ويصدر صكوكا جديدة، ويحكمه القانون الإنجليزي.
- ❖ اتفاقية الوكالة: وأطرافها شركة دانا غاز للصكوك المحدودة (الأمين)، وشركة دانا غاز، والمفوض، ووكيل الدفع الرئيس، وهو معدل لاتفاقية الوكالة المؤرخة في 31 أكتوبر2007م، ويحكمها القانون الإنجليزي.
- ❖ وثائق الضمان: وغرضها تأمين التزامات الملتزم (شركة دانا غاز) بموجب التعهد بالشراء، بحيث تمنح ضمانات لوكيل الضمان لصالح الأمين والمفوض وحملة الصكوك، ومنها على سبيل المثال رهن اتفاقيات الامتياز باستكشاف واستغلال عدد من حقول النفط والغاز في جمهورية مصر العربية، وأي عوائد تنتج عنها، إضافة إلى رهن عدد من أسهم الشركات التابعة لشركة دانا غاز مثل شركة دانا فنتشرز للغاز الطبيعي المسال المحدودة وغيرها.
- ❖ اتفاقية وكالة الضمان وأطرافها: شركة دانا غاز للصكوك المحدودة (الأمين)، وشركة دانا غاز، ووكيل الضمان الرئيس (بنك دويتشهأبو ظبي) ووكيل الضمان المصري (البنك التجاري الدولي في مصر)، وهذه الاتفاقية معدلة لاتفاقية وكالة الضمان المؤرخة في 31أكتوبر 2007م،ويحكمهاالقانون الإنجليزي.[1]

المطلب الثالث: مناقشة وتقييم مخاطر صكوك شركة دانا غاز لعام 2017

[1] مراجعة نقدية مع ترجمة حكم المحكمة الانجليزية الصادر في عام 2017م، فريق من الباحثين، ص15، 20، المعلومات الأخرى غير متوفرة في المرجع.

تحليل أبرز المخاطر التي تعرض لها المستثمرون في صكوك دانا غاز عام 2017م

الفرع الأول: المخاطر الشرعية

لا يمكن قراءة تعثر صكوك دانا كأزمة سيولة عابرة بل هي نموذج حي لما يسمى في الأدبيات المالية ب "مخاطر عدم الانضباط الشرعي الهيكلي". ومن خلال استقراء مسار الأزمة يمكننا إسقاط هذه المخاطر.

1- إشكالية " تعهد الشراء " وتصادمها مع طبيعة عقد المضاربة

تكمن الفجوة التحليلية في هذه الحالة في محاولة هندسة عقد المضاربة ليعطي نتائج تشبه السندات التقليدية، وهو ما يتضح جليا عند النظر في هيكلة صكوك دانا غاز التي بلغت قيمتها الإجمالية 700مليون دولار أمريكي.

التحليل: نجد أن الشركة (المضارب) التزمت مسبقا بإعادة شراء حصص حملة الصكوك (أرباب المال) بقيمتها الاسمية البالغة 1000دولار للصك الواحد عند تاريخ الاستحقاق 31أكتوبر2017. من الناحية التحليلية، هذا البند يجرد عقد المضاربة من مضمونه القائم على "الغنم بالغرم "، ويحوله إلى علاقة دائن بمدين.

ومن جهة أخرى محكمة لندن كانت تنظر في " تعهد الشراء "المحكوم بالقانون الإنجليزي، حيث كان رد القاضي حاسما في الفصل بين الجانب الشرعي والالتزام التعاقدي والذي يظهر في قول:

" إن عدم شرعية الصكوك بموجب القانون الإماراتي أو أحكام الشريعة لا يؤثر على نفاذ الالتزامات التعاقدية المبرمة بموجب القانون الإنجليزي.إن تعهد الشراء يمثل التزاما تعاقديا مستقلا ملزما للشركة بغض النظر عن تكييف عقد المضاربة الأساسي".

النتيجة: هذه الهيكلة خلقت "مخاطر شرعية كامنة "انفجرت بمجرد حدوث نزاع قانوني، حيث استخدمت الشركة هذا العيب الشرعي (الذي شاركت في وضعه) كذريعة لتخلص من عبء السداد، وبالتالي طالبت بإعادة هيكلة الدين ليصبح بعائد أقل بنسبة 4% بدلا من العائد الأصلي الذي يقارب9 % هذا التحول يثبت أن الخلل في الهيكلة الشرعية المتمثل في ضمان القيمة الاسمية، قد يتحول إلى أداة قانونية ومالية تستخدمها الشركة ضد المستثمر.

2- مخاطر" التقادم الشرعي " وتطور المعايير

ما يميز حالة " دانا غاز " هو ادعاء الشركة أن المعايير التي صدرت بموجبها الصكوك عام 2013 لم تعد مقبولة في عام 2017.

التحليل: هذا يعكس نوعا خطيرا من المخاطر الشرعية وهو" عدم استقرار المرجعية " لأننا نلاحظ أن العقود الإسلامية طويلة الأجل تواجه تحدي التغير في الاجتهاد الفقهي (خاصة معايير أيوفي AAOIFI)

كما ذكر في إعلانات شركة دانا غاز الرسمية في (يونيو2017):

" بناء على آراء قانونية وشرعية حصلت عليها الشركة، تبين أن صكوك المضاربة بصيغتها الحالية ليست متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي باطلة وغير قانونية في دولة الإمارات العربية المتحدة. ان تطور وتغير المعايير الشرعية خلال السنوات الماضية جعل من هذه الصكوك عقدا غير مشروع".

النتيجة: نجد أن " دانا غاز " استغلت التطور في الفكر المالي الإسلامي الذي أصبح أكثر صرامة تجاه ضمان رأس المال (700مليون دولار) لتعلن بطلان التزاماتها، مما يجعل" المخاطر الشرعية " مرتبطة ليس فقط وقت التعاقد بل طوال فترة عمر الصك.

3-تكييف مخاطر السمعة وأثرها على القيمة السوقية.

عندما أعلنت شركة أن صكوكها "غير شرعية "، لم تكن تضرب مصداقية أوراقها المالية فحسب، بل كانت تضرب مبدأ " الثقة العقدية".

التحليل: نلاحظ من تتبع الشركة حركة أسعار الصكوك في تلك الفترة أنها شهدت انهيار فوريا، ليس بسبب نقص الأصول، بل بسبب "الارتباك الشرعي "هذا يثبت أن" المخاطر الشرعية" في التمويل الإسلامي لها رافعة مالية تؤثر مباشرة على التصنيف الائتماني لشركة المصدرة. حيث ظهر ذلك في في تحليل تقارير وكالات التصنيف الائتماني مثل (موديز أو ستاندرد آندبورز) حول القضية:" اعتبرت وكالات التصنيف أن قضية دانا غاز شكلت سابقة خطيرة في سوق الصكوك العالمي، حيث انتقلت مخاطر الصكوك من مخاطر ائتمانية (قدرة الشركة على الدفع) إلى مخاطر هيكلية شرعية (رغبة الشركة في الدفع)، مما أدى إلى اتساع الفوارق السعرية للصكوك المشابهة في المنطقة"[1].

4- النزاع حول " محل العقد " في حالة التصفية.

في صكوك المضاربة الخاصة بدانا غاز، كان هناك خلط بين أصول المضاربة والأصول العامة للشركة.

تحليل: عند حدوث التعثر، واجه حملة الصكوك مخاطر شرعية تتمثل في عدم قدرتهم على وضع اليد على أصول معنية لأن العقد من الناحية الشرعية كان يشوبه الغموض في تعريف " وعاء المضاربة "هذا التحليل يقودنا إلى أن " المخاطر الشرعية " تؤدي بالضرورة إلى " مخاطر قانونية " تجعل استرداد الحقوق أمرا شائكا أمام المحاكم الدولية.

الفرع الثاني: المخاطر القانونية

1- إشكالية الاختصاص لتنازع القوانين

تعتمد هيكلة الصكوك الدولية غالباً على فصل الالتزامات؛ حيث يُخضع المصممون "الوثائق التمويلية" للقانون الإنجليزي لضمان اليقين القانوني للمستثمرين، بينما تظل "الأصول أو العقود الشرعية" خاضعة لقانون بلد المقر. في قضية دانا غاز، تحول هذا الفصل من أداة حماية إلى "فخ قانوني"إستراتيجية " "شلل التنفيذ": حاولت دانا غاز استغلال قاعدة قانونية مفادها أن "الفرع يتبع الأصل"؛ فإذا كان عقد المضاربة (الأصل) باطل شرعاً وقانوناً أمام محاكم الشارقة، فإن تعهد الشراء (الفرع) المحكوم بالقانون الإنجليزي يصبح التزاماً ناشئاً عن باطل، وبالتالي لا يمكن تنفيذه.

[1] تقارير وكالات التصنيف الائتماني.

مفهوم "النظام العام :(Public Policy) "استخدمت الشركة القانون الإماراتي كدرع، مدعية أن توافق الصكوك مع الشريعة ليس مجرد تفصيل تعاقدي، بل هو جزء من "النظام العام"، والقانون الإنجليزي لا يمكنه إجبار شركة على فعل يخالف النظام العام لبلدها الأم.

ومن خلال قراءة تحليلية لوثائق الإصدار نجد أن صكوك دانا غاز خضعت لازدواجية قانونية القانون الإنجليزي للحكم في" تعهد الشراء " وقانون الإماراتي للحكم في" صحة المعاملة " وهذا الإسقاط يقودنا إلى أن تعدد القوانين الحاكمة في الصكوك يمثل " ثغرة إستراتيجية " قد تستغل لتعطيل حقوق الدائنين تحت غطاء النظام العام أو المخالفة الشرعية.

الجدول (2-2): تصنيف وثائق الصكوك والقانون الحاكم لها

اسم الوثيقة بالعربية	الاسم التقني (English)	القانون الحاكم	أطراف الوثيقة (Parties)	الدور القانوني للوثيقة في الأزمة
التعهد بالشراء	Purchase Udertaking	القانون الإنجليزي	الواعد: شركة دانة غاز الموعود له: المندوب (Trustee)نيابة عن حملة الصكوك	سلاح المستثمرين: وثيقة ملزمة لدانة غاز بدفع قيمتها الاسمية (700 مليون دولار) عند العجز، واعتبرها القضاء الإنجليزي نافذة ومستقلة
التعهد بالبيع	Sale Undertaking	القانون الإنجليزي	الواعد: المندوب (Trustee) الموعود له: شركة دانة غاز	تتيح لدانة غاز خيار إعادة شراء الأصول وتصفية الصكوك مبكرا في حالات محددة (مثل التغيرات الضريبية).
اتفاقية العهدة	Declaration of Trust	القانون الإنجليزي	المصدر/الأمين: الشركة ذات الغرض الخاص المندوب: شركة Deutsche) (Trustee المستفيدون: حملة الصكوك	الوثيقة الدستورية التي تنشئ الصكوك، وبموجبها يمتلك المستثمرون حصة شائعة في منافع الأصول تحت مظلة الأمين.

اتفاقية الوكالة	**Agency Agreement**	**القانون الإنجليزي**	**المُصدر: الشركة ذات الغرض الخاص بالوكيل المالي ووكيل الدفع: بنك التسوية الدولية (مثل Deutsche Bank)**	**تُنظم المسائل الإدارية الخاصة بتحويل ونقل أموال الأرباح ورأس المال مشركة إلى حسابات المستثمرين في لندن.**
وثائق الضمان	Security Documents	القانون الإماراتي	الراهن/الضامن: شركة دانة غاز المرتهن: وكيل الضمان (SecurityAgent) نيابة عن الدائنين.	تشمل عقود الرهن التجاري أو العقاري على أصول الغاز، وحسابات الإيرادات، والرص لضمان أموال المستثمرين في حال الإفلاس.
اتفاقية وكالة الضمان	Security Agency Agreement	القانون الإنجليزي	المنظمون: شركة دانة غاز والمندوب. الوكيل: وكيل الضمان المستفيدون: حملة الصكوك	تُنظم صلاحيات "وكيل الضمان" وتحوله بإدارة الرهونات وتسييل الأصول المرهونة داخل الإمارات نيابة عن آلاف المستثمرين الدوليين في حال التخلف عن السداد.

2- مخاطر الفصل بين الالتزامات.

ركزت مرافعة دانا غاز على أن تعهد الشراء لا يمكن فصله عن عقد المضاربة، فإذا فسد الأصل (المضاربة) فسد الفرع آلا وهو(التعهد).

التحليل: نلاحظ هنا مخاطر قانونية تتعلق ب " نظرية التبعية"، إلا أن قرار محكمة لندن الصادر عن القاضي " ليغاث " (Justice Leggatt) أحدث تحولا مفصليا حين قرر أن " التزامات الشركة بموجب القانون الإنجليزي تظل قائمة ومنفذة بغض النظر عن تكييف العقد الأساسي شرعا.

هذا الحكم يبرز نوعا من المخاطرة الصامتة للمصدرين، حيث إن التحصن بالدفع الشرعي قد لا ينجح أمام القضاء الدولي الذي يقدس "استقلالية الإدارة التعاقدية ".

3- طبيعة مخاطر الاسترداد في قضية دانا غاز

تكمن خطورة هذه النقطة في أن شركة "دانا غاز" لم تكتفِ بالامتناع عن دفع الأرباح المستقبلية، بل جادلت بأن العقد (صكوك المضاربة) كان باطلاً بطلاناً مطلقاً منذ البداية. ومن هذا المنطلق القانوني، طالبت الشركة باستعادة المبالغ التي دُفعت

للمستثمرين على مدار سنوات، والتي تقدر بحوالي **121 مليون دولار أمريكي**، بحجة أنها كانت "أرباحاً غير مستحقة" ناتجة عن عقد غير شرعي .

- المخاطرة القانونية: العودة إلى الحالة التي كان عليها الطرفان في القانون المدني، بطلان العقد يعني قانوناً أنه لم ينشأ أصلاً، مما يترجم إلى قاعدة إعادة الحال إلى ما كان عليه قبل التعاقد. إذا اعتبر القضاء أن الصكوك باطلة، فإن المبالغ الموزعة سابقاً تتحول قانوناً من أرباح إلى مبالغ قُبضت دون وجه حق، مما يعطي المصدر (دانا غاز) الحق في المطالبة بها أو خصمها من أصل الدين(**700مليوندولار أمريكي**) عند التسوية النهائية، وذلك في تصريحها"...**تزعم الشركة أن المبالغ التي دفعت لحملة الصكوك منذ عام 2013 ك "توزيعات أرباح " لم تكن شرعية لأنها استندت إلى هيكل باطل، ومن ثم يجب احتساب هذه المبالغ كدفعات من أصل الدين وليس كأرباح، أو المطالبة باستردادها**.."[1].
- زعزعة "الموثوقية الائتمانية (Credit Reliability) "تعتبر هذه المخاطرة "مخاطرة نظامية(Systemic Risk) "لأنها تضرب مبدأ نهائية المعاملات .الأثر على المستثمر: المستثمر المؤسسي (مثل صناديق الاستثمار) يقوم بتوزيع الأرباح التي يستلمها على مساهميه. فكرة وجود "مطالبة قضائية" لاحقة لاسترداد هذه الأرباح تجعل المستثمر في حالة انكشاف مالي دائم، حيث لا يمكنه اعتبار الأرباح المستلمة "حقاً مكتسباً" نهائياً .
- الصدام بين "القانوني" و "الشرعي "في هذه النقطة بالذات، وقع المستثمرون في فخ "الشرعية الانتقائية" استخدمت الشركة المعايير الشرعية (باعتبار العقد ربوياً أو غير متوافق) للوصول إلى نتيجة قانونية (استرداد الأموال) وهذا ما يحلله الخبراء على أنه إساءة استخدام للمفاهيم الشرعية لتحقيق مكاسب مالية والقضاء على الالتزامات التعاقدية.

4– قصور الحماية القانونية في هيكلة المضاربة.

- غياب الحق العيني وضياع "الأثر التتبعي" للأصول في صكوك المضاربة، يُعتبر حملة الصكوك "أرباب مال" والمصدر (دانا غاز) هو "المضارب". قانونياً، هذا يعني أن المستثمر يملك حصة مشاعة في "وعاء المضاربة" وليس في "أصول عينية محددة ." عندما حدث النزاع، لم يستطع المستثمرون وضع أيديهم على أصول ملموسة (مثل آبار غاز أو معدات) لأنها لم تكن منقولة ملكيتها قانوناً لوعاء الصكوك بشكل "حقيقي(True Sale) "، بل كانت مجرد أصول اسمية يُدار بها المشروع.

النتيجة: تحول حملة الصكوك من "دائنين مضمونين بأصول" إلى "دائنين غير مضمونين(UnsecuredCreditors) "، مما جعلهم تحت رحمة السيولة النقدية للشركة وقرارات المحاكم المحلية.

- "وعاء المضاربة" كفراغ قانوني (Legal Vacuum) أشار تحليل الباحث إلى أن الوعاء لم يكن مفصلاً قانونياً. في القانون المحلي، إذا لم يتم فصل أصول المضاربة عن أصول الشركة الأم (Ring-fencing)بشكل قانوني محكم، فإنها تختلط بالذمة المالية للشركة

استغلت دانا غاز هذا الخلط لتدعي أن تسييل هذه الأصول يضر بالنشاط التشغيلي للشركة وبالنظام العام، مما أعطاها غطاءً قانونياً للمناورة ومنع المستثمرين من الوصول لمستحقاتهم عبر الحجز على الأصول.

[1] التقرير السنوي لشركة دانا غاز، قسم النزاعات القانونية،2017

- مضاعفة "مخاطر التوثيق (Documentation Risk) "ثبتت القضية أن العقود التي كُتبت بلغة قانونية إنجليزية (مثل تعهد الشراء) اصطدمت بواقع "محلي" لا يعترف بهذا التوثيق إذا تعارض مع مفهومه للمضاربة الشرعية . وثائق الصكوك صُممت لتعطي انطباعاً بأنها "أدوات دين(Debt-like) "، لكن عند المحك القانوني، تم التعامل معها ك "مشاركة في الخسارة". هذا التباين بين التوثيق الورقي والواقع القضائي هو ما يسمى "مخاطر التوثيق المتضاعفة"
- أولوية "السيادة القضائية" على الالتزام المالي النقطة الجوهرية هنا هي أن هيكلة" المضاربة"

أعطت للمحاكم المحلية ولاية واسعة. فيما أن العقد "مضاربة إسلامية"، فقد اعتبرت المحاكم المحلية أنها الأجدر بتفسيره وفقاً لفهمها للشريعة، متجاوزة التفسيرات التجارية الدولية، وهذا يثبت أن الحماية القانونية في الصكوك ليست " عالمية "وإنما هي " محلية الصبغة "، وهو ما يمثل كابوسا للمستثمر الدولي الذي يبحث عن اليقين القانوني.

الفرع الثالث:المخاطر الائتمان

بالنسبة لدانا غاز، مخاطر الائتمان لا تكمن فقط في احتمال عجزها هي عن السداد للمقرضين (وهو خطر انخفض مؤخراً)، بل في خطر عدم قيام الحكومات (مصر وإقليم كردستان) بسداد ثمن الغاز المباع لها، وهو ما يؤثر مباشرة على سيولة الشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، حيث بلغت مستحقات الشركة المتأخرة لدى هاتين الجهتين في ذروة الأزمة حوالي 1,2مليار دولار أمريكي.[1]

أ–المخاطر الائتمان:

ببساطة هي احتمال عدم قيام المقترض بسداد ديونه، ويستخدمها المستثمرون والمقرضون كمؤشر سريع لتقدير حجم الخسارة المحتملة.

ب–أهمية مخاطر الائتمان للمستثمرين والمقرضين:

تُعد مخاطر الائتمان مقياسًا بالغ الأهمية وله انعكاسات واسعة على قرارات المستثمرين والمقرضين؛ فهي تؤثر في أسعار الفائدة، إذ يدفع المقترضون الأكثر مخاطرة معدلات فائدة أكبر، وتشكل أساسًا لاستراتيجيات التنويع في المحافظ الاستثمارية. كما تنعكس بشكل مباشر على العائد الكلي للاستثمار، ويمكن أن تحدد ما إذا كان المستثمر سيشتري ورقة مالية معينة دون أخرى.

ج–أنواع مخاطر الائتمان في دانا غاز

1. مخاطر التخلّف عن السداد (Default Risk):

تاريخياً: واجهت الشركة ضغوطاً ائتمانية في الماضي (أزمة الصكوك)، ولكن حالياً تم خفض الديون المؤسسية بشكل كبير لتصل إلى مستويات متدنية جداً (أقل من 50 مليون دولار في نهاية 2024).

الموقف الحالي: احتمال تخلف دانا غاز عن سداد ديونها للمستثمرين "منخفض" بفضل مركزها النقدي القوي.

2. مخاطر التركّز (Concentration Risk):

[1] التقارير السنوية لشركة دانة غاز، Dana gas Integrated Report, 2025

تطبيق المفهوم: استثمارات دانا غاز مركزة بالكامل في منطقتين: إقليم كردستان العراق وجمهورية مصر العربية.

الخطر: أي اضطراب اقتصادي في إحدى هاتين المنطقتين يؤدي لتضرر إجمالي إيرادات الشركة بنسبة كبيرة، وهذا يجسد تماماً مخاطر التركز الجغرافي والقطاعي التي ذكرتها.

3. المخاطر السيادية (Sovereign Risk):

هذا هو الخطر الأبرز لدانا غاز. الشركة تتعامل مع حكومات.

في مصر: المخاطر السيادية تظهر في "تأخر المستحقات" نتيجة أزمة العملة الأجنبية. (بلغت المتأخرات حوالي 150-160 مليون دولار في فترات سابقة).

في كردستان: التوترات السياسية بين أربيل وبغداد حول قانون النفط والغاز ترفع من احتمالية تعثر الحكومة المحلية في سداد المستحقات بانتظام.[1]

4. مخاطر التسوية (Settlement Risk):

تظهر في الفارق الزمني بين إنتاج الغاز واستلام الثمن نقداً. في عام 2024، كانت نسبة التحصيل في كردستان تصل لـ 100%، بينما في مصر كانت أقل، مما تسبب في "فجوة تسوية" ائتمانية أثرت على السيولة المتاحة للاستثمار.

ثالثاً: قياس مخاطر الائتمان لدانة غاز (المؤشرات)

1. احتمالية التخلف عن السداد (PD): ترتبط هذه النسبة لدى دانة غاز بسعر برنت والقدرة المالية للحكومتين المصرية والكردية. كلما انخفضت أسعار النفط، زادت احتمالية تعثر الحكومات في سداد مستحقات دانة غاز.

2. نسبة الخسارة عند التخلف عن السداد (LGD):

في حال تعثرت حكومة ما عن السداد، تمتلك دانة غاز "ضمانات" غير مباشرة وهي أصولها الميدانية (الحقول والمصانع). لكن "قيمة الاسترداد" هنا صعبة لأنك لا تستطيع مصادرة حقل غاز حكومي بسهولة، مما يجعل الـ LGD مرتفعاً في حال النزاع القانوني.

3. التعرض عند التخلف عن السداد (EAD):

هو إجمالي "المستحقات المتأخرة" (Receivables) في الميزانية العمومية. في عام 2024، كان تعرض الشركة الائتماني في مصر وكردستان يتجاوز مجموع 300 مليون دولار.

4. التصنيف الائتماني:تتأثر دانا غاز بالتصنيف الائتماني لدولة الإمارات (مقرها) ومصر والعراق. ارتفاع فارق الائتمان(Spread) على سندات مصر يرفع تكلفة التمويل غير المباشر للشركة.

رابعاً: إدارة المخاطر في دانة غاز

بدلاً من منصات P2P، تستخدم دانا غاز آليات أخرى:[2]

[1] وكالة موديز للتصنيف الائتماني، تقرير علمي ،02\2026،ص3-5

[2] وكالة موديز للتصنيف الائتماني،مرجع سبق ذكر،ص5

التحوط (Hedging): لحماية الإيرادات من تقلب الأسعار.

تخفيض الرافعة المالية: سداد الصكوك والديون لتقليل الاعتماد على المقرضين الخارجيين.

الفرع الرابع: تحليل مخاطر السيولة في أزمة صكوك "دانا غاز" (2017)

لا يمكن فصل الأزمة الشرعية والقانونية لشركة "دانا غاز" عن جوهرها المالي المرتبط بمخاطر السيولة؛ فبالرغم من توفر الأصول، إلا أن الشركة واجهت تحديات جسيمة في الوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق. ويمكن إسقاط هذه المخاطر تحليلياً وفق الآتي :

أولاً: تكييف مخاطر سيولة التمويل(Funding Liquidity Risk)

تجسدت هذه المخاطر في عجز الشركة عن توفير السيولة النقدية الكافية لسداد قيمة الصكوك البالغة حوالي 700 مليون دولار عند حلول أجل استحقاقها في أكتوبر 2017 .

بالنظر إلى تعريف مخاطر سيولة التمويل بأنها عجز المؤسسة عن الحصول على تمويل نقدي كافٍ، نجد أن "دانا غاز" عانت من "انغلاق منافذ التمويل"؛ حيث أدى النزاع القضائي والشرعي الذي أثارته الشركة إلى فقدان الثقة لدى الممولين المحتملين، مما جعل الحصول على تمويل جديد لسداد الصكوك القديمة أمراً مستحيلاً في ظل تلك الظروف المضطربة .

ثانياً: أسباب ومصادر مخاطر السيولة في حالة دانا غاز من خلال استقراء الواقع المالي للشركة عام 2017.

نجد أن مخاطر السيولة نتجت عن المصادر التالية :

1 – ضعف إدارة التدفقات النقدية: واجهت الشركة تأخراً كبيراً في تحصيل مستحقاتها من عملياتها الدولية (خاصة في مصر وإقليم كردستان العراق)، مما أحدث خللاً في التوازن بين النقد الداخل والنقد الخارج المطلوب لسداد حملة الصكوك حيث صرح "أن واجهت شركة دانا غاز تحديات ملموسة في السيولة مع اقتراب موعد استحقاق صكوكها في أكتوبر2017، حيث أدى التأخر في تحصيل المستحقات من عمليات في إقليم كردستان العراق ومصر إلى فجوة في التدفقات النقدية اللازمة للوفاء بالتزاماتها تجاه حملة الصكوك.."[1]

2– أزمة التمويل والاضطرابات:أدى ادعاء الشركة بطلان الصكوك شرعاً إلى "أزمة تمويل" ذاتية؛ حيث تسبب هذا الإجراء في عزل الشركة عن أسواق المال العالمية، وهو ما يتطابق مع المصادر المذكورة نظرياً حول صعوبة الحصول على تمويل جديد بأسعار مناسبة نتيجة الاضطرابات المسببة لأزمة الثقة." إن إعلان دانا غاز عن عدم شرعية صكوكها القائمة قد أدى عمليا إلى إغلاق أسواق رأس المال أمام الشركة، مما جعل من المستحيل عليها إعادة تمويل (Refinancing) التزاماتها المستحقة عبر إصدار صكوك جديدة، وهو ما يمثل ذروة مخاطر سيولة التمويل.."[2]

ثالثاً: مخاطر سيولة السوق (Market Liquidity Risk)

[1]InformationDana Gas PJSC.(2017). Interim Condensed Consolidated Financial (Unaudited).Page12,Liquidity Risk Management Section

[2]Reuters. (2017, June 20). Analysis: Dana Gas sukuk saga clouds future for Islamic finance.

ارتبطت هذه المخاطرة بحملة الصكوك أنفسهم؛ فعندما أعلنت الشركة عدم شرعية الصكوك، انخفضت القدرة على بيع هذه الأوراق المالية في السوق الثانوية بسرعة وبسعر عادل، أدى اضطراب السوق وضعف التداول على صكوك دانا غاز إلى "تجميد"

أموال المستثمرين، حيث لم يعد بإمكانهم تسييل أصولهم دون تكبد خسائر جوهرية نتيجة الانهيار الحاد في القيمة السوقية للصكوك فور اندلا ع الأزمة.

" تسببت الإجراءات القانونية التي اتخذتها دانا غاز في اضطراب حاد في سوق التداول الثانوي، حيث انخفضت سيولة الصكوك بشكل حاد ويصعب على المستثمرين التخارج من مراكزهم المالية، مما عكس مخاطر سيولة السوق الناتجة عن عدم اليقين القانوني والشرعي.."[1]

الفرع الخامس: اسقاط آليات المتبعة لتقييم هذه المخاطر على نموذج دانة غاز

1- دراسة الجدوى الاقتصادية (أزمة سيولة "مستحقات كوردستان ومصر)

لم تكن أزمة دانة غاز أزمة "جدوى تشغيلية"، بل أزمة تحصيل سيولة (Receivables) من دول ذات مخاطر سياسية عالية .

- الأرقام الحقيقية للأصول :كانت الجدوى مستندة إلى أصول إنتاجية ضخمة في إقليم كوردستان العراق (حقول خورموروجمجمال) ومصر. لكن بحلول نهاية عام 2016 وبداية 2017، بلغت مستحقات الشركة المتأخرة لدى حكومة كوردستان العراق وحده حوالي 713 مليون دولار، ولدى الحكومة المصرية حوالي 265 مليون دولار .
- مفارقة الجدوى :في نفس الوقت الذي أعلنت فيه الشركة عجزها عن سداد الصكوك (أبرزها الشريحة البالغة 700 مليون دولار)، كسبت الشركة حكماً دولياً في لندن ضد حكومة كوردستان يقضي بدفع 1.21 مليار دولار للشركة
- الاستنتاج :دراسة الجدوى أثبتت أن الأصول "مربحة جداً على الورق"، لكن غياب السيولة النقدية الفورية(Cash Flow) بسبب مخاطر الدول المضيفة خلق فجوة عجز عن السداد..

2- اعتماد هيئة الرقابة الشرعية (ثغرة الـ 700 مليون دولار)

في أكتوبر 2017، حان موعد استحقاق صكوك مضاربة بقيمة 700 مليون دولار (كانت قد أُعيدت هيكلتها عام 2013 بقسيمة أرباح تبلغ 9% للصكوك العادية و7% للصكوك القابلة للتحويل.

- الحجة الشرعية قانونياً: لتجنب سداد هذا المبلغ الضخم دفعة واحدة أو الاستمرار في دفع أرباح عالية، استعنت دانة غاز بآراء فقهية جديدة تفيد بأن "تعديلات معايير أيوفي "(AAOIFI) جعلت من عقد الصكوك الحالي مخالفاً للشريعة وغير قانوني في الإمارات .

[1]Fitch Ratings. (2017). Special Report: The Implications of the Dana Gas Sukuk Dispute on Islamic Finance Market.

- الهدف المالي :حاولت الشركة استغلال هذا الرأي الشرعي لإجبار حملة الصكوك على مبادلتها بصكوك جديدة تماماً بعائد أقل بكثير(ينخفض من 9% إلى أقل من 4%)، ودون وعود شراء ملزمة برأس المال، مما أحدث هزة في سوق الصكوك العالمي لأن المستثمرين شعروا أن "الرقابة الشرعية" استُخدمت كذريعة للتملص من الالتزامات المالية.

3- تنويع محفظة الصكوك (تنويع ماركويتز وتأثير الصدمة)

عندما أعلنت دانة غاز عدم شرعية صكوكها في يونيو 2017، انهار سعر الصكوك في الأسواق الثانوية فوراً .

- الأرقام والصدمة للمحفظة: انخفضت القيمة السوقية للصكوك من 94 سنتا للدولار إلى أقل من 75 سنتا للدولار في غضون أيام قليلة (خسارة فورية تقارب 20% من قيمة الأصل).
- تطبيق ماركويتز ماليا: الصناديق التي لم تطبق تنويع ماركويتز وكانت تتركز بكثافة في ديون الشركات عالية المخاطر (High-Yield Corporate Sukuk)تلقت ضربة عنيفة. في المقابل، الصناديق التي وزعت أوزانها الاستثمارية (ω) عبر إدخال صكوك سيادية مستقلة معامل ارتباطها (ρ) يقترب من الصفر مع دانة غاز مثل صكوك حكومة الشارقة التي كانت مستقرة عند تصنيف ائتماني ممتاز (استطاعت امتصاص الصدمة تماماً وحماية تباين المحفظة الإجمالي(σ_p^2)
- لتطبيق نظرية ماركويتز للمحافظ الاستثمارية (Markowitz Portfolio Theory)بشكل تطبيقي مالي دقيق على حالة شركة دانة غاز عام 2017، سنقوم بمحاكاة البناء الرياضي لمحفظة استثمارية كان يمتلكها أحد الصناديق الدولية العاملة في أدوات الدين الإسلامية(البريدج/الصكوك) في منطقة الخليج أثناء اندلا ع الأزمة.

تعتمد معادلة ماركويتز على الموازنة بين العائد المتوقع ومخاطر المحفظة الكلية (التباين والانحراف المعياري) عبر دراسة معاملالارتباط (ρ) بين الأصول. سنرى كيف تحول هذا المعامل هندسياً وأثر على الصندوق.

❖ **المعطيات المالية والافتراضات (قبل صدمة يونيو 2017)**

لنفترض أن مديراً لمحفظة استثمارية يمتلك أصلين إقليميين بنسب متساوية (50%) لكل أصل.

الأصل :(A) صكوك حكومة الشارقة السيادية. (أصل آمن، مصنف ائتمانياً بدرجة استثمارية، مدعوم من حكومة الإمارة).

الأصل :(B) صكوك شركة دانة غاز (المضاربة بقيمة 700 مليون دولار). (أصل شركات ذو عائد مرتفع-High" "Yieldùيعكس مخاطر إنتاج الغاز في مناطق مثل كوردستان العراق ومصر).

الأوضاع الطبيعية (معامل ارتباط مرتفع):

في الأوقات العادية (قبل الأزمة)، كانت الصكوك الصادرة من إمارة الشارقة (سواء كانت سيادية أو لشركات داخل الإمارة) تتحرك بالتزامن مع الدورة الاقتصادية المحلية وأسعار الطاقة الإقليمية .

- العائد المتوقع لصكوك الشارقة السيادية($E(R_A)$) هو 4.5% بانحراف معياري (σ_A) يبلغ 5 .%

- العائد المتوقع لصكوك دانة غاز($E(R_B)$)%9وهو سعر الكوبون الفعلي لـ صكوك المضاربة لدانة غاز آنذاك)
  وبإنحرافمعياري(σ_B) يبلغ 12% نظراًلطبيعتها الاستثمارية في مناطق ذات مخاطر.

معامل الارتباط التاريخي(p_{AB})يساوي $+0,75$ (ارتباط طردي قوي).

❖ **حدوث الصدمة الهيكلية (يونيو 2017) وتغير المعاملات**

في 13 يونيو 2017، أعلنت دانة غاز فجأة أنها توقفت عن دفع الأرباح لحملة الصكوك لأن الصكوك "لم تعد متوافقة مع الشريعة" وتعتبر باطلة بموجب قانون دولة الإمارات .

هذا الإعلان أحدث انفصالاً هيكلياً (Structural Break) في السوق المالي، حيث انهارت أسعار صكوك دانة غاز في السوق الثانوية فوراً من 94 سنتاً إلى 75 سنتاً للدولار (خسارة فورية تقارب 20%)، مما أدى إلى قفزة هائلة في تذبذب وانحراف هذا الأصل ليصبح($\sigma_B = 25\%$)بسبب ذعر المستثمرين والمخاطر القانونية والشرعية المفاجئة.

نقطة التحول في نموذج ماركويتز:

في المقابل، لم تتأثر صكوك حكومة الشارقة السيادية بهذا الإعلان؛ فالحكومة لم تكن طرفاً في النزاع، واقتصادها العام وملاءتها المالية مستقرة. نتيجة لذلك، انهار معامل الارتباط (ρ_{AB}) بين صكوك الشارقة السيادية وصكوك دانة غاز من $0.75+$ ليقترب من الصفر، بل وأصبح سالباً جزئياً عند $0.10-$، لأن المستثمرين بدأوا يهربون من صكوك الشركات مرتفعة المخاطر إلى الصكوك السيادية الآمنة في نفس الإمارة(Flight to Quality) .

❖ **الحسابات الرياضية للمحفظة (التطبيق بالأرقام)**

لنحسب الآن تباين المحفظة الإجمالي(σ_p^2)والانحراف المعياري(σ_p)في سيناريوهين باستخدام معادلة ماركويتز لأصلين:

$$\boldsymbol{\sigma_A^2 = \omega_A^2\sigma_A^2 + \omega_B^2\sigma_B^2 + \omega_A\omega_B\sigma_A\sigma_B\rho_{AB}}$$

حيث أن:

- $\omega_A = 0,5$ (وزن صكوك الشارقة السيادية)
- $0,5\omega_B$= (وزن صكوك دانة غاز)
- $\sigma_A = 0,05$ (مخاطر صكوك الشارقة)
- $0,25\sigma_B$= (مخاطر صكوك دانة غاز بعد صدمة عدم الامتثال الشرعي)

السيناريو الأول: لوظلت الأصول مترابطة طرديا بالكامل كالسابق ($\rho_{AB} = 0.75\%$)

(هذا في حال لو كانت الأزمة شاملة لكل إمارة الشارقة واقتصادها)

$$\sigma_{\rho}^{2} = (0,5)^{2}(0,05)^{2} + (0,5)^{2}(0,25)^{2} + 2(0,5)(0,5)(0,05)(0,25)(0.75)$$

$$\sigma_{\rho}^{2} = 0,000625 + 0,015625 + 0,0046875 = 0,0209375$$

الانحراف المعياري للمحفظة الكلية (σ_{ρ}) يساوي

$$\sqrt{\sigma_{\rho}^{2}} = \sqrt{0,0209375} \approx 14,47\%$$

السيناريو الثاني: الواقع الفعلي أثناء الأزمة (انفصال الارتباط وتحوله إلى سالب 0,10 - =ρ_{AB} بسبب الطبيعة الخاصة والفردية للأزمة (مخاطر شرعية قانونية خاصة بشركة واحدة فقط):

$$\sigma_{\rho}^{2} = (0,5)^{2}(0,05)^{2} + (0,5)^{2}(0,25)^{2} + 2(0,5)(0,5)(0,05)(0,25)(-0,10)$$

$$\sigma_{\rho}^{2} = 0,000625 + 0,015625 - 0,0003125 = 0,0159375$$

الانحراف المعياري للمحفظة الكلية (σ_{ρ}) يساوي

$$=\sqrt{0,0159375} \approx 12,62\%\sqrt{\sigma_{\rho}^{2}}$$

التحليل والتحميل المالي للنتائج (أثر التنويع الفعلي)

من خلال المخرجات الرقمية السابقة، يظهر الأثر التطبيقي لنموذج ماركويتز كالتالي :

- امتصاص صدمة الانهيار: على الرغم من أن مخاطر صكوك دانة غاز بمفردها قفزت بشكل مرعب إلى 25% نتيجة النزاع القضائي والشرعي حول الـ 700 مليون دولار، إلا أن المستثمر الذي نوع محفظته بالاعتماد على أصل غير مرتبط (صكوك الشارقة السيادية) نجح في إبقاء المخاطر الكلية لمحفظته عند 12.62% فقط بدلاً من 14.47%
- معادلة الجزء المشترك :(Covariance) التغير السحري حدث في الشق الأخير من المعادلة ($22\omega_A\omega_B\sigma_A\sigma_B\rho_{AB}$) تحول هذه القيمة إلى السالب صنع ما يُسمى بـ "مخفف الصدمات التلقائي". الارتفاع في مخاطر دانة غاز تمت موازنته جزئياً بالاستقرار النسبي والتحرك العكسي للأصل السيادي الآمن.

الاستنتاج:

قبل أزمة دانة غاز، كانت الصناديق الدولية تشتري صكوك الشركات الخليجية بناءً على فكرة "التنويع الساذج" (شراء أي صكوك إقليمية لتحقيق عائد مرتفع .(بعد صدمة الـ 700 مليون دولار، أصبحت المحاكم والتحليلات المالية تفرض تطبيق تنويع ماركويتز من خلال قياس "مخاطر عدم الامتثال الشرعي المفاجئ (Sharia Risk) "كعامل مستقل تماماً عن مخاطر السوق والائتمان، والحرص على خفض معامل الارتباط عبر الموازنة الدقيقة بين صكوك الشركات ذات العوائد المرتفعة والصكوك السيادية المدعومة حكومياً لضمان عدم انهيار المحفظة بالكامل عند تعثر إحدى الشركات قانونياً.

4- التحوط الإسلامي (آلية التجميد والصراع القضائي)

في المالية التقليدية، إذا خاف المستثمر من هبوط سعر أصل معين، فإنه "يتحوط" عبر شراء عقود مشتقات (خيارات أو عقود مستقبلية). لكن في أزمة دانة غاز 2017، واجه المستثمرون خطر بطلان العقد شرعياً وقانونياً وبشكل مفاجئ، وهو خطر لا توجد له أداة مشتقات مالية إسلامية للتحوط منه .الشرح والمثال المبسط الحقيقي

- المشكلة الحقيقية: في يونيو 2017، عندما أعلنت دانة غاز أن صكوكها (بقيمة 700 مليون دولار) "غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية" وتوقفت عن دفع أرباح الـ 9%. استيقظ المستثمرون (مثل صناديق التحوط العالمية) ليجدوا أن قيمة صكوكهم انهارت فوراً في الأسواق الثانوية بنحو 20% (هبطت إلى 75 سنتاً للدولار).
- كيف كان التحوط؟ (التحوط القانوني الجماعي): لعدم وجود عقود تحوط مالي، تحول التحوط هنا إلى "تحوط قضائي إجرائي". شكّل حملة الصكوك فوراً اتحاداً أو لجنة توجيهية (Steering Committee)ولجؤوا إلى المحكمة العليا في لندن لاستصدار "أمر قضائي مستعجل (Injunction) "يمنع شركة دانة غاز من اتخاذ أي إجراء قانوني في محاكم الإمارات يمس الصكوك قبل فصل القضاء البريطاني في القضية .
- هذا الإجراء القضائي كان بمثابة أداة تحوط حقيقية حدت مخاطر خسارة رأس المال بالكامل، حيث جمدت المحكمة قدرة الشركة على إلغاء الصكوك قسراً من طرف واحد .

5- تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح

في عقود المضاربة الإسلامية، لا يجوز شرعاً للمضارب (وهو هنا شركة دانة غاز) أن يضمن للمستثمرين استرداد رأس مالهم إذا حدثت خسارة عادية، لأن الغنم بالغرم (المشاركة في الربح والخسارة). ولكن المعايير الشرعية (مثل معاييرAAOIFI) تجيز بأن يأتي طرف ثالث مستقل تماما عن العقد ويتبرع بضمان رأس المال .

الشرح والمثال المبسط الحقيقي :

- الواقع في دانة غاز: صكوك دانة غاز كانت صكوك مضاربة، ولم يكن هناك أي طرف ثالث ضامن (لا حكومة إمارة الشارقة، ولا الحكومة الاتحادية لدولة الإمارات، ولا مصرف سيادي). كانت الصكوك تعتمد بالكامل على الملاءة المالية للشركة بصفة مستقلة .
- المثال المبسط لأثر غياب الضامن: لو أن حكومة الشارقة كانت قد تدخلت عند إصدار الصكوك كـ "طرف ثالث متبرع بالضمان" (لأسباب تنموية مثلاً)، لكان حملة الصكوك في أمان تام خلال أزمة 2017. فبمجرد إعلان شركة دانة غاز توقفها عن السداد بذريعة عدم الشرعية، كان بإمكان المستثمرين الذهاب فوراً للحكومة (الضامن) ومطالبتها بـ 700 مليون دولار .

- غياب الطرف الثالث الضامن جعل المستثمرين مكشوفين تماماً (Unsecured) أمام مخاطر الائتمان ومخاطر التقاضي مع الشركة مباشرة، واضطروا لخوض معركة قضائية طويلة للحصول على أموالهم.

6- التأمين التكافلي أو الإسلامي(IslamicInsurance (Takaful

التأمين التكافلي يقوم على مبدأ التعاون وتقنيت الأخطار الناشئة عن الكوارث أو الحوادث التشغيلية التي قد تصيب الأصول الحقيقية التي تستند إليها الصكوك (مثل حقول الغاز، الأنابيب، ومصانع المعالجة).شرح مثال مبسط وحقيقي:

- المشكلة الحقيقية: أصول دانة غاز الرئيسية كانت في بيئات ذات مخاطر جيوسياسية وأمنية مرتفعة جداً (إقليم كوردستان العراق ومصر). في كوردستان، واجهت الشركة لسنوات مشاكل أمنية وتأخر مستحقاتها لدى الحكومة هناك (التي بلغت ذمتها بـ 713 مليون دولار متأخرات قبل الأزمة).
- كيف حمى التأمين التكافلي أصل الصكوك؟ منشآت إنتاج الغاز التابعة للشركة في حقل "خورمور" بكوردستان كانت مؤمنة تأميناً تكافلياً شاملاً ضد الأضرار المادية ومخاطر انقطاع الأعمال. استمرار سلامة هذه المنشآت هندسياً وتشغيلياً بفضل الحماية والتأمين، مكن الشركة من الاستمرار في الإنتاج وضخ الغاز .
- المثال الحقيقي: هذا الاستقرار التشغيلي المؤمن قاد إلى الحدث الأبرز في أغسطس 2017: حيث توصلت دانة غاز إلى تسوية تاريخية مع حكومة كوردستان حصلت بموجبها الشركة فوراً على 1 مليار دولار نقداً. هذا التدفق النقدي الضخم (Cash Inflow)الناتج عن أصول "مؤمنة وسليمة وتعمل" هو الذي مكن الشركة في عام 2018 من انهاء أزمة الصكوك مع الدائنين عبر سداد جزء كبير من الـ 700 مليون دولار نقداً وإعادة هيكلة الباقي.

وفي الأخير نقول أن في أزمة دانة غاز 2017 :

- التحوط لم يكن مالياً بل تحول إلى دروع قانونية في محاكم لندن لحماية المستثمرين من قرارات الشركة.
- غياب الطرف الثالث الضامن جعل المستثمرين يواجهون الشركة بمفردهم دون مظلة حماية سيادية.
- التأمين التكافلي على حقول الغاز في كوردستان كفل استمرار الإنتاج، مما أثمر عن تسوية بمليار دولار كانت هي المخرج الفعلي لحل أزمة الصكوك وتوفير السيولة.

❖ **دراسة مقارنة مرجعية**

أزمة دانة غاز لم تكن الوحيدة، بل سبقتها ولحقتها أزمات هزت أسواق الدخل الثابت الإسلامية . المقارنة المرجعية العلمية تقارن حالة دانة غاز (2017) بحالتين من أشهر حالات التعثر والجدل الهيكلي في تاريخ المالية الإسلامية: صكوك شركة نخيل العقارية (دبي – 2009) وصكوك شركة الاستثمار العالمي "غلوبل" (الكويت – 2008).

جدول (2–3): المقارنة المرجعية بين أزمات الصكوك الكبرى

وجه المقارنة	حالة دانة غاز (الإمارات –2017)	حالة شركة النخيل (الإمارات –2009)	حالة شركة غوبل (الكويت–2008)
طبيعة وهيكل الصكوك	صكوك مضاربة (Mudarabah)بقيمة 700 مليون دولار	صكوك إجارة (Ijarah) مدعومة بأصول عقارية بقيمة 3.52 مليار دولار.	صكوك مشاركة (Musharakah) بقيمة 200 مليون دولار.
السبب الرئيسي للاختلال	مخاطر شرعية/قانونية متعمدة: تغير معايير "أيوفي" وتذرع الشركة بعدم شرعية العقد للتهرب من السداد الحتمي.	مخاطر سيولة وائتمان حاد: انهيار القطاع العقاري في دبي إبان الأزمة العالمية وعجز المطور عن التسيل.	مخاطر استثمارية وسوقية: انهيار الأسواق المالية وتراجع قيمة المحافظ الاستثمارية للشركة وشح الائتمان.
سلوك الإدارة تجاه حملة الصكوك	عدائي/قضائي:لجأت للمحاكم المحلية لوقف السداد وإبطال الصكوك بدعوى عدم مطابقتها للشريعة.	تفاوضي/حكومي:اعتراف بالالتزامات المالية وتدخل حكومة أبوظبي (عبر صندوق الدعم) لإنقاذ الموقف.	تفاوضي/تسوي: السعي المباشر لإعادة الهيكلة وتسييل أصول غير أساسية لسداد حملة الصكوك
طبيعة الضمانات عند التعثر	أصول إنتاج الغاز، لكنها كانت محل نزاع قضائي حول أصل ملكيتها وحق الحجز عليها.	أصول عقارية ملموسة وضخمة (أراضي مشروع نخلة جبل علي) مما وفّر أماناً قانونياً للحملة.	تدفقات نقدية ومحافظ أسهم تبخرت قيمتها السوقية بفعل الأزمة المالية العالمية.
النتيجة والتسوية النهائية	إعادة هيكلة إجبارية تضمنت خفض العائد إلى 4% وتمديد الأجل لـ 5 سنوات (2023).	سداد الصكوك كاملة (100%) عند الاستحقاق المعدل بفضل الدعم المالي الحكومي من أبو ظبي	إدخال حملة الصكوك في خطة إعادة هيكلة شاملة ومطولة لتحويل الديون إلى أصول وأسهم
الأثر الاستراتيجي على صناعة الصكوك	فرض إعادة صياغة بند "تعهد الشراء" دولياً والتأكيد على مخاطر تذبذب الفتاوى الشرعية	إثبات أن صكوك الإجارة المدعومة بأصول (Asset-Backed) هي الأكثر أماناً قانونياً للمستثمر الدولي.	إبراز مخاطر استخدام الصكوك لتمويل استثمارات قصيرة الأجل وتأصيل مخاطر عدم توافق الأصول والخصوم.

المصدر: من إعداد الطالبتين

التحليل الأكاديمي وصياغة المقارنة:

- مقارنة المنشأ (المالي ضد الشرعي): تظهر المقارنة أن أزمتي "نخيل" و"غلوبل" نبعتا من قوى السوق التقليدية (أزمة الائتمان العالمية 2008، انهيار العقار، شح السيولة). بالمقابل، انفردت أزمة "دانة غاز" بكونها أزمة "مفتعلة هيكلياً" فالشركة استخدمت الجانب الفقهي والمعايير الشرعية المتطورة كـ "حيل قانونية" للتنصل من التزام تجاري، مما جعل مخاطرها تصنف ضمن خانة "المخاطر الأخلاقية الشرعية (Sharia Moral Hazard) "

- فاعلية الأصول الضامنة(Asset-Backed vs. Asset-Based): في حالة صكوك نخيل (إجارة)، كانت الأصول عقارات ملموسة وواضحة تحت القانون، مما جعل حملة الصكوك في موقف تفاوضي قوي جداً لأنهم يمتلكون حق تصفية أصل حقي، أما في دانة غاز (المضاربة)، فإن حملة الصكوك لم يمتلكوا أصولاً ملموسة يمكن بيعها مباشرة في السوق، بل امتلكوا حصة مضاربة في أرباح مشروع إدارة غاز وهو ما أضعف موقفهم القانوني وجعلهم تحت رحمة التدفقات النقدية والقرارات القضائية المحلية.
- أثر التدخل الخارجي على مخاطر الائتمان :أظهرت حالة "نخيل" كيف يمكن للمخاطر السيادية (الدعم الحكومي) أن تحيد مخاطر التعثر الناجم بالكامل (تدخل ابوظبيلإنقاذ صكوك دبي)، في حين أثبتت حالة "دانة غاز" غياب هذا النوع من الحماية؛ حيث تركت الحكومة المحلية في الشارقة النزاع ليأخذ مجراه القضائي بين الشركة والمستثمرين، مما رفع علاوة المخاط Risk Premiume)على صكوك الشركات غير المدعومة في المنطقة بشكل حاد بعد عام 2017.

نتائج المناقشة

1– عدم ثبات المعايير الشرعية يمثل مخاطرة مالية حقيقية؛ حيث استُخدم "تغير الفتوى" كأداة قانونية للتحلل من الالتزامات المالية، مما ضرب موثوقية الصكوك كأداة تمويل قطعية.

2– خضوع الصكوك لولاية قضائية مزدوجة (إنجليزية ومحلية) خلق ثغرة للمناورة؛ حيث حاولت الشركة إبطال التزاماتها الدولية عبر اللجوء للقضاء الوطني تحت غطاء "النظام العام."

3– فشلت "نظرية التبعية" (التي تدعي أن فساد العقد الشرعي يبطل الضمان المالي) أمام القضاء الدولي، الذي أقر باستقلالية تعهد الشراء كالتزام عقدي ملزم بغض النظر عن التكييف الشرعي.

4– كشفت هيكلة المضاربة عن "وهم الحماية"؛ فالمستثمرون لم يملكوا حقاً مباشراً على الأصول (آبار الغاز)، بل حقاً تعاقدياً في وعاء مالي غير محصن، مما جعلهم دائنين غير مضمونين عند النزاع.

5– برزت سابقة خطيرة تتمثل في مطالبة المصدر باستعادة الأرباح الموزعة سابقاً بحجة بطلان العقد، مما يهدد الاستقرار المالي للمستثمرين ويقوض مبدأ نهائية المعاملات.

6– تحول الخطر من عجز عن السداد إلى "تخلف فني" ناتج عن الطعن في شرعية الصكوك للتهرب من التزامات بقيمة 700 مليون دولار.

7– تصدع الجدارة الائتمانية: أدى النزاع لخفض التصنيف الائتماني إلى درجات "متعثرة" واتساع فارق الائتمان، مما جعل الصكوك أصولاً عالية المخاطر.

8– تأثرت جدارة الشركة بتعثر الحكومات في (مصر وكردستان) عن الدفع، مما جسد مخاطر التركز الجغرافي.

9– سبب الادعاء ببطلان الصكوك في عزل الشركة عن أسواق المال، مما عطل قدرتها على "إعادة التمويل" لسداد الصكوك المستحقة.

10–فقط حملة الصكوك القدرة على تسييل أوراقهم في السوق الثانوية نتيجة الانهيار الحاد في القيمة السوقية وفقدان الثقة.

خلاصة الفصل

يتناول هذا الفصل دراسة تطبيقية للصكوك الإسلامية من خلال تحليل تجربة شركة Dana Gas، باعتبارها نموذجًا يعكس التداخل بين الجوانب الشرعية والقانونية والمالية. وقد بدأ الفصل بالتعريف بالشركة من حيث نشاطها وهيكلها الإداري وآليات الحوكمة وإدارة المخاطر، مبرزًا اعتمادها إطارًا مؤسسيًا يهدف إلى تحقيق التوازن بين الكفاءة التشغيلية والانضباط المالي.

كما تناول الفصل قضية صكوك الشركة، مستعرضًا تطورها منذ إصدارها بصيغة المضاربة وصولًا إلى أزمة 2017، حين أعلنت الشركة عدم توافق الصكوك مع الشريعة، وهو ما شكل نقطة تحول في مسار النزاع. وقد أظهر التحليل أن هذه الخطوة كشفت عن وجود خلل في الهيكلة الشرعية، خاصة في تعهد الشراء بالقيمة الاسمية، مما أوجد مخاطر شرعية كامنة أثرت على ثقة المستثمرين والقيمة السوقية للصكوك.

وعلى الصعيد القانوني، أبرزت الدراسة تعقيدات ازدواجية القوانين الحاكمة، والتي سمحت بظهور نزاع بين التفسير الشرعي والقانوني، رغم تأكيد القضاء الدولي على استقلالية الالتزامات التعاقدية. كما أوضحت أن المستثمرين لم يتمتعوا بحماية كافية بسبب غياب الملكية الحقيقية للأصول.

وفيما يتعلق بالمخاطر المالية، بيّن الفصل أن الأزمة تمثلت في تخلف فني عن السداد وتدهور الجدارة الائتمانية، إلى جانب ضعف السيولة نتيجة تأخر التدفقات النقدية وانغلاق مصادر التمويل، مما انعكس سلبًا على تداول الصكوك في السوق.

ولخص الفصل إلى أن تجربة دانا غاز تؤكد أن نجاح الصكوك الإسلامية يتطلب تكاملًا بين السلامة الشرعية والوضوح القانوني والكفاءة المالية، لضمان استقرارها وحماية حقوق المستثمر.

خاتمة

في ختام هذه الدراسة التي تناولت موضوع "محددات وتقييم مخاطر الصكوك الإسلامية"، مع التركيز على تجربة شركة "دانا غاز" كنموذج تطبيقي تمكنا من تسليط الضوء على طبيعة المخاطر التي تكتنف الأدوات المالية الإسلامية في ظل التقلبات الاقتصادية والتعقيدات القانونية وقد لخصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات التي نجملها فيما يلي

أولا: اختبار فرضيات

من خلال اختبار الفرضيات الفرعية اتضح أنّ الصكوك الإسلامية لا تواجه فقط المخاطر الائتمانية والمالية المعروفة، بل تتعرض كذلك لمخاطر خاصة نابعة من طبيعتها الشرعية وهياكلها المعقدة، وقد دلّت تجربة دانا غاز على أنّ استمرار مشروعية الهيكلة الشرعية شرط أساسي لسلامة الإصدار، وأنّ أي خلل في هذا الجانب يمكن أن يؤدي إلى نزاعات قانونية تمتد داخل أكثر من نظام قضائي، وهو ما أثبت صحّة الفرضية الأولى المتعلقة بتعدد المخاطر وخصوصيتها، أما الفرضية الثانية والمتعلقة بضعف إدماج الجوانب الشرعية والقانونية في نماذج التقييم فقد أكدت الدراسة صحتها أيضاً، إذ تركزت أغلب تقييمات المخاطر قبل وقوع التعثر على قراءة مالية صرفة دون تحليل معمّق لاحتمالات التغير في التكييف الشرعي أو الآثار القانونية المترتبة عليه.

وتوصلت الدراسة كذلك إلى صحة الفرضية الثالثة التي تفترض إمكانية تحسين نماذج التقييم عبر دمج الأبعاد المالية والشرعية والقانونية ضمن نموذج واحد شامل. فقد أظهرت المعالجة اللاحقة لأزمة صكوك دانا غاز أنّ إعادة الهيكلة السليمة لا يمكن أن تتم إلا من خلال مقاربة متكاملة تعيد التوازن بين هذه العناصر، وتضمن وضوح الحقوق والالتزامات، واستمرارية الامتثال الشرعي إلى جانب تقييم القدرة المالية للمصدر.

وانطلاقاً من كل ما سبق يمكن القول إنّ تجربة دانا غاز تحمل أبعاداً اقتصادية ومالية مهمة فهي تكشف ضرورة تطوير إطار تقييم المخاطر في سوق الصكوك بما ينسجم مع خصوصية هذه الأداة الاستثمارية، ويحقق حماية أكبر للمستثمرين، ويمكّن من تفادي التعثرات المستقبلية كما تؤكد النتائج أن تعزيز الحوكمة وتفعيل الرقابة الشرعية المستمرة وتوحيد الإطار القانوني تعد ركائز أساسية لضمان نجاح واستدامة سوق الصكوك الإسلامية في البيئة المالية المعاصرة.

ثانيا: نتائج الدراسة

1. تداخل المخاطر: أظهرت الدراسة أن مخاطر الصكوك ليست مالية فحسب بل هي مزيج معقد من المخاطر الشرعية والقانونية التي قد تظهر بشكل مفاجئ عند التعثر المالي.
2. إشكالية الهيكلة (المضاربة): تبين أن الاعتماد على عقود المضاربة في صكوك دانة غاز مع وجود وعود بشرط القيمة الاسمية خلق فجوة بين الممارسة والضوابط الشرعية مما شكل ثغرة قانونية استخدمت في النزاع.
3. ضعف الحماية القانونية: كشفت حالة الدراسة أن المستثمرين (حملة الصكوك) يواجهون صعوبة في استرداد حقوقهم من الأصول الكامنة بسبب طبيعة العقود التي لا تمنح ملكية حقيقية مباشرة في بعض التشريعات.

4. أهمية الحوكمة: اتضح أن غياب الشفافية في تقييم المخاطر الشرعية بشكل دوري ساهم في تفاقم الأزمة بين الشركة والمستثمرين.

ثالثا: التوصيات

1. تبني معايير موحدة: ضرورة التزام الجهات المصدرة بالمعايير الدولية (مثل معايير أيوفي AAOIFI) لتقليل التضارب في الفتاوى والاجتهادات القانونية.
2. التحول نحو الصكوك المدعومة بالأصول: نوصي بضرورة الانتقال من الصكوك التي تمثل ديناً على المصدر إلى الصكوك التي تمنح حقوق ملكية حقيقية في الأصول (Asset-Backed) لضمان حماية أكبر للمستثمر.
3. تطوير الصياغة القانونية: يجب إعداد نشرات إصدار دقيقة تحدد بوضوح القانون الواجب التطبيق وآليات فض المنازعات لتجنب تضارب الاختصاص القضائي.
4. الرقابة الشرعية المستمرة: تفعيل دور الهيئات الشرعية في الرقابة اللاحقة (بعد الإصدار) وليس فقط عند البداية لضمان استمرارية التوافق مع أحكام الشريعة.

رابعا: آفاق الدراسة

انطلاقاً مما تم التوصل إليه، تفتح هذه المذكرة آفاقاً لدراسات مستقبلية في المجالات التالية:

- استخدام تقنيات "البلوكشين" في ترميز الأصول لضمان شفافية ملكية حملة الصكوك ومنع التلاعب بالعقود.
- تطوير نماذج رياضية متقدمة لقياس "المخاطر الشرعية" كمتغير مستقل يؤثر في القيمة السوقية للصكوك.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

❖ مذكرات الماجستير

1. دراسة عبد الحميد فيجل، **تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال –التجربة الماليزية أنموذجا**، رسالة ماستر
2. دراسة زعبوب شيماء بعنوان: **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "دراسة حالة الصكوك الإسلامية في السودان للفترة من (1998–2018)**، رسالة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصادنقدي وبنكي،جامعة 20أوت1955، سكيكدة،2019-2020.
3. دراسة عمر بن يوسف،**تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية**–دراسة اثرإصدار الصكوك على المؤشرات العامة للأسواق الاوراق المالية التالية ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية) خلال الفترة: (2001-2013)، رسالة ماستر، قاصدي مرباح ورقلة ،2013-2014

❖ المقالات المنشورة:

4. زكية بوستة، فطيمة الزهرة نوي،"**الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق**"،جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد07، ديسمبر2018، ص94-95.
5. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مقال في مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد20، العدد1، ص5.
6. سمار عبد العزيز، **ماهية التأمين الإسلامي التكافلي، مقال في المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، المجلد54، العدد 3، جامعة الجزائر،ص 599**.
7. شرقان رفيق، صكوك المضاربة بديل إسلامي لتمويل الحكومات والمشروعات التنموية، مقال في مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة قالمة، العدد02، المجلد07، السنة2022، ص 163
8. عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي،صندوق النقد العربي 2022.
9. عدنان أحمد يوسف،الصكوك الإسلامية خصائصها ودورها والتحديات التي تواجهها، مقال في مجلة الدراسات والأبحاث والتقارير، ص52
10. نوال بن عمارة،"**الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة البحرين السوق المالية الإسلامية الدولية –البحرين–"، جامعة ورقلة –الجزائر– العدد09/2011، ص 254–255**
11. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،مسودة المعيار رقم62 بشأن الصكوك.

12. هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في الاقتصاد الفلسطيني، تشرين الثاني، 2017، ص21-22.

❖ المجلات

13. إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، الطبعة الثانية، سنة2010، عدم توفر المعلومات الأخرى.

14. دراسة بوقصة سليمة بعنوان: **الإشكاليات الشرعية والقانونية للصكوك الإسلامية**، مقال في مجلة الإبداع المجلد 11 العدد 01A(2021)، جامعة مرسلي عبد الله تيبازة، ص399-418.

15. حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مجلة مجمه الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي تحت الرابط https://shamela.ws/book/8356/4196#p1

16. زيدان عبد الرزاق، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع التحديات الآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد5، العدد 01،2019، ص 108.

17. عبد الله بن محمد، العمراني ومحمد بن إبراهيم، السحيباني، **"التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية:حالة صكوك الإجارة"**،1434ص14،على

الرابط:

https://www.researchgate.net/publication/272236507_altskyk_fy_alaswaq_almalyt_alaslamyt_halt_skwk_alajart_Securitization_in_Islamic_Financial_Markets_The_Case_of_Ijara_Sukuk تاريخ الإطلاع:2026/02/02.

18. دراسة فؤاد بن حدو بعنوان: **آليات هيكلة الصكوك المتعثرة –دراسة حالة: شركة دانا غاز الإماراتية**، مقال في مجلة المقريزي لدراسات لاقتصادية والمالية، المجلد 09، جامعة أحمد زبانة، غليزان (الجزائر)، العدد 02 ،2025/12/01، ص275-294.

19. دراسة ملاك سلوى، بوخاري لحلو، المتطلبات القانونية والتنظيمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية بالجزائر،مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية – المجلد 06- العدد 01-جوان 2021.

20. دراسة مهري عبد المالك، نوفل سمايلي، آليات الهندسة المالية في إدارة مخاطر معاملات الصكوك الإسلامية،مجلةالعربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة تبسة، العدد 29ديسمبر2017 السنة التاسعة، ص229.

21. يوسف تبري، الصكوك الإسلامية مخاطرها واليات معالجتها، مجلة الاقتصاد ،13، خميس مليانة، 2015، ص 234، نقل عن رابط https//asjp.cerit.dz.

22. النظام الأساسي المعدل لشركة "دانا غاز "قضية صكوك دانا غاز، مراجعة نقدية مع ترجمة حكم المحكمة الانجليزية الصادر2017م عدم توفر المعلومات الأخرى.

❖ **المقالات:**

23. حدود اليقين القانوني: تعليق على قضية ''دانة غاز''، مقال علمي محكّم، Berrahlia, B., &Benseghir, M. (2025). Limits of Legal Certainty: A Commentary on the "Dana Gas" Case. Laws, 14(22)

24.دراسة قضية صكوك دانا غاز (2017–2018) دراسة حالة (Case Study) في التمويل الإسلامي.

25. Reuters. (2017, June 20). Analysis: Dana Gas sukuk saga clouds future for Islamic finance.

❖ **المجلات**

26.دراسة Mohammed Imad Aliو Aznan Hasanو Ashurov Sharofiddinبعنوان:**تقيي معوامل التخلف عن سداد الصكوك دراسة حالة حول صكوك دانة غاز في الإمارات العربية المتحدة،** مجلة التمويل11، العدد1(2022)،33-40، معهد التمويل الإسلامي، جامعة الإسلامية العالمية بماليزيا.

27.دراسة Saheed Abdullahi Busari**واخرون**بعنوان: **التخلف عن سداد صكوك دانا غاز "تحليل الفقهي والقانوني الحكم المحكمة"** المجلة الدولية للتمويل والإدارة الإسلامية والشرق أوسط، المجلد 12، العدد4 ،2019، ص585.

28.دراسة Najeeb Zadaو Marjan Muhammad، بعنوان: **تعقيدات التخلف عن السداد في التمويل الإسلامي دراسة حالة دعوى دانا غاز،** مجلة الأعمال والإدارة الإسلامية ،2018.

29.دراسة Muhammad Salahuddin ekmatyarو Ebrahim Parkar،

`بعنوان:**تقييم الصكوك المضاربة لشركة دانا غاز من منظور الشريعة و القانون،**المجلة الأوروبية للتمويل الإسلامي(EJIF)،9أفريل،2018.

30.دراسة David billingtonو **Mohamed Taha**بعنوان:**هل يمكن لصناعالصكوك النجاة من نزاع دانا غاز؟** مجلة إعادة هيكلة الأسواق الناشئة، العدد2017،05-2018.

❖ **التقارير**

31.التقارير السنوية لشركة دانة غاز

2025،Dana gas Integrated Report, https://www.danagas.com/investors/financial-reporte

32.التقرير السنوي لشركة دانا غاز، قسم النزاعات القانونية،2017

33.وكالة موديز لخدمات المستثمرين. (2017، يونيو). تقرير خاص: قضية دانا غاز تسلط الضوء على المخاطر الهيكلية للصكوك وتضع سابقة للامتثال الشرعي. نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية.

34.شركة دانا غاز (ش.م.ع). (2017). التقرير المالي المرحلي الموجز والموحد (غير مدقق) لفترة التسعة أشهر المنتهية في 30 سبتمبر 2017. الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.

35. Fitch Ratings. (2017). Special Report: The Implications of the Dana Gas Sukuk Dispute on Islamic Finance Market.

36. InformationDana Gas PJSC. (2017). Interim Condensed Consolidated Financial (Unaudited). Page12, Liquidity Risk Management Section

❖ **الوثائق الرسمية والإفصاحات**

37. Dana Gas PJSC. (2017, June 13). Market Disclosure: Dana Gas announces restructuring of its Sukuk to conform with Islamic Sharia principles. Abu Dhabi Securities Exchange (ADX), Sharjah, UAE.

❖ **الأحكام والقرارات القضائية:**

38. High Court of Justice. (2017). Dana Gas PJSC v. Dana Gas Egypt Ltd & Ors, Case No: CL-2017-000361, EWHC 2928 (Comm). London, UK.

المواقع الإلكترونية:

39. موقع الرسمي لشركة دانة غاز، https ://www.danagas .com

الفهرس

العنوان	الصفحة
الإهداء.....	IV+III
الشكر	V
الملخص.....	VI
قائمة المحتويات.....	VII
قائمة الجداول.....	VIII
قائمة الأشكال البيانية+ قائمة الاختصارات والرموز.....	IX
قائمة الملاحق	X
مقدمة.....	أ
الفصل الأول: الاطار النظري والدراسات السابقة	
تمهيد	02
المبحث الأول:	03
المطلب الأول:	03
أولاً:	03
1-	03
2-	04
3-	05
ثانياً:	06
ثالثاً:	06
1-	06
2-	07
رابعاً:	08
خامساً:	09
1-	09
2-	10
المطلب الثاني:	10
أولاً:	10
1-	11

2-	12
3-	12
ثانياً:	13
ثالثاً:	14
1-	14
2-	14
3-	14
رابعاً:	15
1-	16
2-	16
3-	17
4-	17
5-	17
المطلب الثالث:	20
المبحث الثاني:	21
المطلب الأول: الدراسات المحلية.....	21
المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية	23
المطلب الثالث: تحليل ومقارنة الدراسات السابقة.....	26
أولاً: تحليل الدراسات السابقة.....	26
ثانياً:	28
ثالثاً:	29
خلاصة الفصل.....	30
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لشركة دانا غازDANA GAS	
تمهيد.....	32
المبحث الأول: المنهجية والأدوات المستخدمة في الدراسة.....	33
المطلب الأول: المنهجية المستخدمة	33
أولا: المنهج المستخدم	33
ثانيا: مجتمع وعينة الدراسة.....	33
المطلب الثاني: أدوات جمع البيانات.....	34
أولاً: الأدوات المستخدمة.....	34

1-	34
2-	34
ثانياً:	34
ثالثاً:	35
رابعاً:.....	35
1-	35
2-	35
المبحث الثاني:.....	37
المطلب الأول:.....	37
أولاً:.....	37
ثانياً:.....	39
المطلب الثاني: مناقشة النتائج	41
أولا: مناقشة	41
ثانياً:.....	43
ثالثا:.....	43
خلاصة الفصل.....	45
خاتمة.....	46
المصادر والمراجع.....	50
الفهرس.....	72