



الصكوك الإسلامية : مراوحة بين المخاطر وسبل المعالجة

سعيدة بورديمة : أستاذة محاضرة " أ "

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة 08 ماي 1945 - قائمة

المقدمة :

أصبحت المصارف الإسلامية في ظل متطلبات العصر ضرورة اقتصادية حتمية لا جدال فيها بعد أن أثبتت أن تجربتها هي قصة نجاح باهرة في تاريخنا المعاصر وامتد نشاطها إلى معظم أنحاء العالم، وعرفت تطوراً هائلاً من حيث وجودها الكمي ونتائجها المالية وإنجازاتها المحققة. وأثبتت أنها أقل تأثراً بالصدمات وأن لها القدرة على تطوير الأدوات والآليات والمنتجات المصرفية الإسلامية مما أدى إلى انتشارها بسرعة. بيد أنه ومع التطور الكبير والنجاح منقطع النظير للمؤسسات المالية الإسلامية على مستوى العالم طرأت حاجات جديدة لهذه المؤسسات في إطار تأقلمها المستمر مع متغيرات البيئة المالية الدولية، فقد تراكمت لهذه المؤسسات أصولاً ضخمة من الذمم والتمويل والاستثمارات بجانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها استجابة لحاجات العملاء. وتزامن مع هذه الظروف تطور حركة في الأسواق المالية الدولية وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية وهو ما يعرف بالتوريق، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية وحتى الحكومات للاستفادة من هذه التقنية المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمثل فرصاً استثمارية متنوعة للمستثمرين تساعدهم في تنوع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلى، ومن هذا المنطلق بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التقنية وإتاحتها في شكل إسلامي.¹

في ظل هذه الظروف برزت أهمية الصكوك الإسلامية المعتمدة على تعاملات أسواق رأس المال كواحدة من أهم الأدوات المالية التي حققت معدلات نمو عالية، كما شكلت محور استثمارات أعداد كبيرة من المستثمرين المسلمين وغير المسلمين لما تتميز به من

مرونة واضحة من حيث العائد والمخاطرة. غير أن الاستثمار في الصكوك محاط بكثير من أسباب المخاطر التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب، فمن المعلوم أنها تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين لذا فهي عرضة لكافة المخاطر. وتبرز مشكلة الدراسة الآتية:

ما هي المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وكيف يمكن قياسها؟ وما هي سبل معالجتها؟
ومن هنا تأتي هذه الدراسة التي اتخذت من الصكوك الإسلامية: المخاطر وسبل المعالجة موضوعاً لها، عبر مناقشة وتحليل المحاور الآتية:

المحور الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية:

1. مفهوم الصكوك الإسلامية ومشروعيتها وخصائصها: استطاع الفقهاء الماليون بالمؤسسات المالية تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية دون أن تتضمن علاقة الدائنية والمديونية كبدائل والتي تعد من أبرز ما تحقق من خلال الهندسة المالية الإسلامية وهي الصكوك الإسلامية.

1.1 - مفهوم الصكوك الإسلامية: تعرف:

أ. الصكوك لغة:

❖ الصك وجمعه صكوك وصكاك، قال أبو منصور: الصك الذي يكتب للعهد، معرب أصله جك، ويجمع صكاكاً وصكوكاً، وكانت الأرزاق تسمى صكاكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة، حيث كان الأفراد يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتباً.²

❖ يقال أيضاً صكه صكا أي دفعه بقوة لقوله تعالى: "فصكت وجهها".³

❖ كما تعني وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه أي وثيقة تثبت حقا في ملك، والصكاك إما أن يكون حافظ الصكوك أو كاتب الصكوك أو تسديد الصكوك.⁴

ب. الصكوك اصطلاحاً: تعرف على أنها:

❖ "أدوات اقتراض تم تطويرها من قبل المتخصصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية والإسلامية وأنها متنوعة وتناسب معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري".⁵

❖ تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".⁶

❖ "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو نشاط استثماري معين وبعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".⁷

إذن فالصك أداة ملكية لأصحابه الحق في الأرباح إن وجدت ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشأة له فالصكوك صيغ استثمار تم تطويرها من قبل المتخصصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية الإسلامية وهي متنوعة وتناسب معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري.

1-2- مشروعية الصكوك الإسلامية: لقد أجاز المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بكافة أنواعها، والمعيار الشرعي رقم 17 صدر بهذا الخصوص، ومستند جواز ذلك أن الصك يصدر على أساس عقد من العقود الشرعية، وعليه فإن إصدار الصكوك على أساس أي منها جائز شرعاً، كما أجازها مجمع بحوث الأدوات المالية الإسلامية التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية.⁸

1-3- خصائص الصكوك:⁹

- ❖ يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية؛
- ❖ يصدر الصك على أساس عقد شرعي ويأخذ أحكامه؛
- ❖ انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير)؛
- ❖ أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع؛
- ❖ تحمل مخاطر الاستثمار كاملة؛
- ❖ تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات المثلة في الصك سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين.

2- أهميتها وأهداف الصكوك الإسلامية وتقسيماتها:

- 1-2- الأهمية الاقتصادية:** تظهر أهمية الصكوك الإسلامية من خلال أنها:¹⁰
- ❖ تعد من الأدوات التمويلية المهمة لتنويع مصادر الموارد الذاتية وتوفير السيولة اللازمة للمؤسسات والحكومات التي تحتاج إليها؛

❖ وجودها يثري الأسواق المالية الإسلامية لأنها الطرف المكمل للأسهم الجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة؛
❖ تلبى احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة وأدوات الدين العام.

❖ تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعمليا: أما نظرياً فهي استكمال لحلقات الاقتصاد الإسلامي بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية، أما عمليا فإن وجودها يساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين.¹¹

2.2 - أهداف الصكوك الإسلامية: تتمثل أهمها في الآتي:¹²

- ❖ زيادة السيولة؛
- ❖ تنويع مصادر التمويل؛
- ❖ تقليل مخاطر الائتمان؛
- ❖ الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال؛
- ❖ تعد مصدر تمويلي من خارج الميزانية.

3- **عيوبها:** بالرغم من المنافع الاقتصادية التي تحققها عملية التصكيك، إلا أن إجراءاتها وتنفيذها يمكن أن تكون معقدة ومكلفة ومستغرقة للوقت، وهناك بعض الاعتبارات يجب مراعاتها عند عملية التصكيك، وهي:¹³

❖ قد تكون تكاليف التصكيك، مرتفعة فالتكلفة لا تشمل فقط تكلفة التمويل بحد ذاته وإنما تتعدى ذلك فهي تشمل تكلفة وقت الإدارة والتنظيم، والتوثيق اللازم لها؛
❖ توفير الإمكانيات الإدارية والبشرية قد يشكل عبئاً مالياً كبيراً خاصة في غياب التشريعات القانونية الذي يعمل على حماية المستثمرين، وهذا يؤدي إلى تقليل فرص التوسع في عمليات التصكيك، الأمر الذي قد يشكل عائقاً حقيقياً أمام المصارف الإسلامية للدخول في مجال الصكوك كمصدر للتمويل.

المحور الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وبيئتها التنظيمية

1. أنواع الصكوك الإسلامية: يمكن تصنيف الصكوك إلى أنواع لعدة اعتبارات، أهمها:¹⁴

- ❖ حسب العقود الجزئية المؤطرة للمعاملة؛
- ❖ حسب الإطار القانوني والأمور التقنية والطبيعة التجارية لهذه الصكوك؛
- ❖ حسب طبيعة ونوع الأصول محل الصكوك وهو التصنيف الأكثر شيوعاً. وتصنف للآتي:¹⁵

- أ. **صكوك المضاربة**: وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- ب. **صكوك المراجعة**: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.
- ت. **صكوك المشاركة**: 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 موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.
- ث. **صكوك الشركة**: وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- ج. **صكوك الوكالة بالاستثمار**: وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.
- ح. **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.
- خ. **صكوك ملكية المنافع**: هي أنواع:

1. **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة**: هي نوعان:

❖ وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه 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 (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2. **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة**: هي وثائق متساوية القيمة يتم

إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3. **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4. **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

د. **صكوك السلم:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

ذ. **صكوك الاستصناع:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

ر. **صكوك المزارعة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

ز. **صكوك المساقاة:** وثائق متساوية يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

س. **صكوك المغارسة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

2- البيئة التنظيمية للصكوك الإسلامية:

2.1- **طرق التصكيك:** تصدر الصكوك الإسلامية بأحد الطرق التالية:

أ. **طريقة التصكيك البسيط (التصكيك العام أو المباشر):** تصدر الصكوك هنا لجمع الموارد المالية أولا ثم توجه نحو إنشاء مشروع استثماري معين مثل مشاريع البنية التحتية والمرافق العامة، والذي يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامي في السوق الأولية لتكون حصيلة الاكتتاب رأس المال للمشروع المراد إنجازه. وهذه الطريقة هي ما يميز التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي.¹⁶

ب. **طريقة التصكيك المهيكل (الخاص أو غير المباشر):** تصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع أو الأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا يتم من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية

المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال، وهذا المفهوم يُعد أساس التوريق التقليدي.¹⁷

2.2- جهات التصكيك:¹⁸

القطاع العام: يمكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل مؤسسات حكومية سواء كانت محلية أو إقليمية أو دولية بهدف تمويل المشروعات الكبرى ذات النفع العام مثل بناء الجسور والموانئ ومشاريع البنية التحتية والإنتاجية... إلخ.

أ. القطاع الخاص: يمكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بهدف الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية.

ب. القطاع الخيري: يمكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل الجمعيات الخيرية والمؤسسات الوقفية التي لا تهدف إلى تحقيق الربح فقط وإنما تهدف أيضاً إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية مثل دور الأيتام والمسنين والمستشفيات الخيرية.¹⁹

2.3 - أطراف التصكيك:²⁰

أ- شركة المنشئ أو البدائي: هي الجهة المالكة للأصول المراد تصكيكها فهي إما أن تصدر الصكوك لحسابها مباشرة بهدف استخدام حصيلة الإصدار في تمويل نشاطها (التصكيك البسيط) وإما أن تباع الأصول إلى شركة التصكيك وهي: شركة ذات غرض خاص لغرض استخدام السيولة في توسيع نشاطها (التصكيك المهيكل)، إذ تشتري هذه الشركة الأصول محل التصكيك من الشركة المنشئ لتتولى عملية إصدار الصكوك وقد تكون وكيلة الإصدار عن الشركة المنشئ على أساس عقد الوكالة بالاستثمار.

أ. حامل الصك أو المستثمر: هو المستثمر الذي يشتري الصكوك المطروحة للاكتتاب العام في الأصول المصككة ويستحق المالك للصك أصل قيمته والعائد عليه الناتج عن نشاط الأصول المصككة خلال مدة الاستثمار.

ب. شركة التصنيف الائتماني: فمن المعلوم أن القوانين المنظمة لعملية التصكيك تشترط ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة بالتصنيف الائتمانية العالمية، وهي تمثل وكالات متخصصة مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتمانية ومقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف الائتمانية ومقرها ماليزيا. ويتحدد دورها في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في الأسواق المالية من حيث تحديد السعر العادل للصكوك المصدرة وتحديد المخاطر التي تنطوي عليها إضافة إلى تقييم كفاءة العميل.

ت. **وكيل الإصدار:** هو الجهة التي تتوب عن المصدر في تولي عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع الإجراءات اللازمة من دفع أقساط الإطفاء والعوائد المستحقة في مواعيدها مقابل أجر معين ويعلن عنه في نشره الإصدار.

ث. **مدير الإصدار:** هو الجهة التي تتوب عن حملة الصكوك حيث تتولى رعاية حقوق حملة الصكوك ورقابة تنفيذ الإصدار مقابل أجر معين ويعلن عنه في نشرة الإصدار.

ج. **أمين الإصدار:** هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار والاحتفاظ بالوثائق والضمانات على أساس عقد وكالة بأجر معين ويعلن عنه في نشرة الإصدار.

ح. **متعهد الدفع:** هو الجهة التي تتعهد بالاككتاب في باقي الصكوك التي لم يتم الاككتاب بها ويمكن أن تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها شريطة أن يتم هذا الالتزام دون أجر ممن قدمه ويعلن عنه في نشرة الإصدار.

خ. **مدير الاستثمار:** هو الجهة التي تقوم بأعمال الاستثمار ويعين من قبل المصدر أو مدير الإصدار ويعلن عنه في نشرة الإصدار.

د. **هيئة الرقابة والتدقيق الشرعي:** هي الجهة التي تراقب مدى التزام جهة الإصدار ومدير الاستثمار بالمعايير الشرعية.

2.4. شروط التصكيك:²¹

❖ وجود أصول مملوكة للشركة المنشئة للتصكيك وأن تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك هي مجموعة معينة من الموجودات والتي تظهر في الميزانية العمومية لمؤسسة المنشئ؛

❖ أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول مثل انتظام السداد ووجود ضمانات عينية؛

❖ أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة وأن تكون مدة استثمارها طويلة حتى يمكن تسويقها؛

❖ توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك ومن ثم إخضاعها إلى اجازة هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة.

❖ وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك وحفظ حقوق المتعاملين فيها.

المحور الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية: كيفية قياسها وسبل معالجتها

إن الاستثمار في الصكوك محاط بكثير من أسباب المخاطر التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب فمن المعلوم أنها وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، ويحتوى هذا النشاط على أصول وممتلكات قد تكون أعياناً أو منافع أو خليطاً بينهم، ومن ثم فهي عرضة لكافة المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول.

1. مخاطر الصكوك:

تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكلها، فمخاطر الصكوك ذات العقود المركبة تختلف عن العقود البسيطة القائمة على عقد واحد، إذ أن مخاطر صكوك المرابحة مثلاً تختلف عن مخاطر صكوك المشاركة، ومخاطر صكوك الاستصناع... الخ.²²

1.1. مفهومها:

❖ المخاطرة في اللغة مشتقة من خ ط ر، وهذه الحروف أصلان لمعنيين، أحدهما: القدرُ والمكانة، والثاني: اضطراب الحركة، التبخر والإشراف على الهلاك.²³

❖ تعرف المخاطرة بشكل عام، بأنها الخسارة الشرطية المتوقعة للقرار في ظل حدث معين.²⁴

❖ كما تعرف المخاطرة بأنها إمكانية أو احتمال حدوث الخسارة. وهناك من يرى المخاطرة بأنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار.²⁵

❖ الخطر الذي قد ينشأ عندما يكون هناك احتمال أكثر من نتيجة، والمحصلة النهائية غير معروفة، ويقصد بها " : المخاطر الناشئة عن التقلبات المنتظمة وغير المنتظمة التي تحدث في قيم الأصول وعائداتها المتوقعة في ظل ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية، والنشاطات الاقتصادية المحلية والدولية".²⁶

وبلاحظ من التعاريف السابقة، أن المخاطر تزيد أو ترتفع نتيجة الاستثمار وقد تحدث أو لا تحدث، وهذا يتوقف على ظروف الأسواق المالية المحلية والدولية، فمن المعلوم أنه لا يوجد أي استثمار بدون مخاطر.

1.1-2 أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية: يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك إلى

النوعين التاليين:

أ- **المخاطر المنتظمة:** هي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الأوراق المالية بمختلف أنواعها بسبب عوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية²⁷، والتي يصعب تجنبها، ويطلق عليها أيضاً المخاطر الكلية أو المخاطر العامة. وأهمها:²⁸

- ❖ الأوضاع السياسية السائدة من حيث الاستقرار، وأساليب تداول السلطة، والعلاقات السياسية الدولية؛
- ❖ السياسات النقدية من حيث تجاوبها مع المتغيرات، وحرية تحويل النقد، وانتقال الأموال، واستقرار قيمة العملة؛
- ❖ السياسات المالية لمعرفة قياس مدى نجاح تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات العامة، وإدارة السياسة الضريبية؛
- ❖ السياسات الاقتصادية لمعرفة مدى تحسن مؤشرات الدخل الوطني، ميزان المدفوعات، تنمية التجارة الخارجية، والاطلاع على الخطط الاقتصادية.

ب. **المخاطر غير المنتظمة:** هي المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام ولكن تتأثر بها بعض الأوراق المالية بسبب عوامل خاصة فيها،²⁹ والتي يمكن تجنبها خلافاً للمخاطر المنتظمة التي يصعب تجنبها لصعوبة إدارتها، ويطلق عليها أيضاً المخاطر الخاصة وأهمها:

1. **مخاطر مصدري الصكوك:** فمن المعلوم أن مصدر الصك قد يكون فرداً أو شركة أو حكومة وهم أصحاب فكرة المشروع، فهم الذين يتلقون حصيلة الاكتتاب ثم يوجهوا نحو الاستثمار في أي مشروع يرونه مناسباً ومن ثم فهم أصحاب قرار الاستثمار لا يشاركه حملة الصكوك فيه باعتبارهم أصحاب المال، ولا يقيدهم إلا أحكام العقد الشرعي التي صدر على أساسها الصك وشروط نشرة الإصدار، ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار مصدري الصكوك سواء من الناحية الأدبية أو الدينية أو الخبرة.³⁰

2. **مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً:**³¹ يواجه المستثمرون هنا خطرين تتعلق بتصكيك الذمم المقبولة شرعاً وهما:

- ❖ **خطر التأخر في الوفاء:** يحدث إذا توقع مثلاً حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، ومن ثم فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها.

❖ **خطر العجز عن الوفاء:** يحدث إذا عجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف الائتمانية العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء عملية التصكيك، وتساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

3. **مخاطر تصكيك الأصول العينية:** هي المخاطر التي تكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك المحددة في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك. ولتجنب مثل هذه المخاطر يجب إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة وإجراء تحليل الحساسية عليها لغرض اكتشاف مكامن الخطر ووضع التدابير اللازمة لتجنبها.³²

4. **المخاطر التشغيلية:** نعلم أن الصكوك قائمة على الأصول وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، ومن ثم فإن المخاطر التشغيلية الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر... الخ، لذا يجب مراعاتها.³³

5. **المخاطر القانونية:** تكمن في النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في الكثير من الدول مما يجعل الكثير من بنودها لا تتفق مع أحكام الشريعة.³⁴

6. **مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** يعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم سمات المؤسسات المالية الإسلامية، لأن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، ولتجنبها يجب تعيين هيئة رقابة شرعية للإشراف عليها.³⁵

7. **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** هناك بعض المخاطر خاصة بطبيعة الصيغ التمويلية الإسلامية، ويمكن إيجازها فيما يلي:³⁶

❖ **مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة:** مثل سوء الأمانة، كفاءة الشريك المضارب، سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، صعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب والمدقق الداخلي.

❖ **مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع، سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، صعوبة التدقيق والمتابعة. ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار الشريك.

❖ **مخاطر تتعلق بصكوك الإجارة:** مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، تأخير أو عدم السداد نتيجة زيادة الإيجار، مشاكل صيانة العين المؤجرة، ومخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها، لذا وجب مراعاة ذلك.

❖ **مخاطر تتعلق بصكوك الاستصناع:** مثل مخاطر التخزين والنقل ويطلق عليها المخاطر الزمنية أو مخاطر عدم سداد الأقساط نتيجة زيادة السعر واختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع، لذا وجب مراعاة ذلك.

❖ **مخاطر تتعلق بصكوك البيوع:** مثل عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط، لأنه مخالف شرعا أو هلاك السلعة قبل التسليم لأن المتابعة هنا تقع على عاتق البنك لذا وجب مراعاة ذلك.

❖ **مخاطر التمويل بصيغ التمويل الزراعية (المزارعة، المساقاة، المغارسة):** تعد المخاطر الطبيعية أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية نظرا لارتباطها الوثيق بالطبيعة كالكوارث الطبيعية مما يفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية بسبب إهلاك أصول المشروع الزراعي ربما بكامله وانهياره وفشله. بالإضافة إلى مخاطر السوق نتيجة تغير الأسعار بسبب زيادة المعروض من المحاصيل الزراعية مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها.³⁷

بالإضافة إلى مخاطر أخرى يمكن إجمالها في الآتي:³⁸

❖ مخاطر ائتمانية: في حال توظيف مبالغ الصكوك فيما ينشأ عن مديونية.

❖ مخاطر الأسواق: تقلبها واختلاف أسعار الصرف، ...

❖ مخاطر التضخم في عملية التصكيك.

❖ مخاطر صيغ العقود التي تستند إليها الصكوك.

❖ مخاطر أخلاقية: فقدان الأمان في الأول.

8- **مخاطر المشاريع الاستثمارية:** توجد بعض المخاطر تتعلق بالمشاريع الاستثمارية أهمها:³⁹

❖ **الشكل القانوني للمنشأة:** تعد المنشأة الفردية أكثر خطورة من أنواع المنشآت الأخرى ولتجنبها يتم توزيع الاستثمارات على عدة أشكال قانونية للمنشآت.

- ❖ **كفاءة رئيس المنشأة وصفاته:** فنقص كفاءة مدير المنشأة التي تتوقف على مدى تحمسه وإيمانه برسالة منشأته، وقدرته على اتخاذ قرار سليم ولتجنب هذه المخاطر يكمن الحل في حسن اختيار المدير.
- ❖ **تكامل خبرات هيئة الإدارة:** إن افتقار هيئة الإدارة إلى الخبرات قد يحرمها من العلم بالظروف المحيطة باتخاذ القرار المناسب، ولتجنب هذه المخاطر يكمن الحل في حسن اختيار الهيئة الإدارية من الخبرات المتخصصة.
- ❖ **مراحل نمو المنشأة:** تتعدد مخاطر مراحل حياة المنشأة مثل مخاطر مرحلة الاستقرار للمنشأة، وتتسم هذه المرحلة بكفاءة الإدارة وهي أقل من مخاطر المرحلة الأولى، لتجنبها يجب اتخاذ قرار سليم في نفقات التأسيس مثلاً حتى لا تتحمل نفقات لا مبرر لها.
- ❖ **مخاطر تسويقية:** هناك مخاطر تسويقية تتعلق بطبيعة بعض الصناعات بسبب اعتمادها على التكنولوجيا ففي حالة تباطؤ التسويق يجعل السلع تتقادم بمعدل يفوق عمرها الافتراضي، ويكمن الحل في تجنبها باتباع سياسة تنويع المشاريع الاستثمارية.

1.3 أساليب قياسها: على الرغم من خصائص الصكوك السابق ذكرها إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وهذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

توجد بعض الأساليب تستخدم في قياس المخاطر قياساً عاماً وتم الاستعانة بها لقياس مخاطر الصكوك بوصفها أداة تمويلية معرضة لنفس المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية، وتقسم هذه الأساليب إلى نوعين، وهما:

أ. **معامل الانحراف المعياري:** يقيس مدى انحراف عائد الصك الفعلي عن العائد المتوقع، ويأخذ بعين الاعتبار عائد الصك لسنوات سابقة، لذا فهو يقيس مقدار التشتت عن الوسط الحسابي الذي يحسب المتوسط الحسابي لعائد الصك لسنوات سابقة، ثم مقارنة العائدات السنوية مع متوسطها الحسابي للحصول على درجة الانحراف، وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة كانت المخاطر أكبر.⁴⁰

ب. **معامل بيتنا:** يقيس المخاطر المنتظمة في السوق والتي ترجع لأسباب عامة، سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، ويكون لكل صك وحدة قياس خاصة به تقيس سرعة تأثره بحركة السوق ارتفاعاً أو هبوطاً.⁴¹

2. **طرق معالجة مخاطر الصكوك الإسلامية:** تم وضع العديد من الأساليب للحد من مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهمها نذكر:⁴²

أ. **تكوين هيئة حملة الصكوك:** تشكل هيئة مالكي الصكوك تتولى تمثيل مجموعة مالكي الصكوك بهدف الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك ومتابعة مصالحهم لدى جميع الجهات ذات العلاقة واتخاذ الإجراءات اللازمة لحماية تلك الحقوق.

ب. **تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار:** يمكن إنشاء صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار ولا يوجد مانع شرعاً من اشتراطه في نشرة الإصدار شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة بحيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال أو انخفاض الربح عن حد معين في سنة معينة باعتبار ذلك تبرعاً ممن يملك رأس المال وعائدة، وفي هذه الحالة فإن ما يزيد عن جبر الخسارة أو نقصان الربح يصرف في نهاية المشروع في وجوه الخير، ويمكن اشتراط موافقة المالك الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع.⁴³

ت. **تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح:** يتم هذا من خلال نص نشرة الإصدار على موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي العقد على ضمان رأس المال أو ضمان نسبة معينة من الأرباح، وقد يكون فرداً أو شركة لها مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعي من ذلك حتى وإن كان تبرعاً معلقاً على شرط تلف رأس المال أو بعضه أو نقصان الربح عن حد معين، والمستند الشرعي لجواز ذلك قاعدة التزام التبرعات.⁴⁴

ث. **تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح:** يمكن للدولة ان تعلن عن التزامها بضمان رأس المال أو ضمان نسبة من الربح لحملة الصكوك، وتقوم الدولة عادة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين يتمشى مع خططها الاقتصادية لذا ينبغي أن تخصص الدولة ميزانية خاصة لهذا الغرض لأنه يحقق التوازن بين الأنشطة المختلفة.⁴⁵

ج. **تعيين هيئة الرقابة الشرعية:** لضمان الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية والتي من خلال صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسها الصكوك عند الإصدار، وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.

ح. **معالجة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال طلب حملة الصكوك بوضع بعض القيود في نشرة الإصدار مثل التقييد بنوع معين من التجارة وهذا يصلح في عقد المضاربة، أو اشتراط حلول آجال باقي الأقساط عند تأخر العميل المماطل عن دفع الأقساط في مواعيد استحقاقها أو أخذ غرامة تأخير عن المدة الزمنية، شريطة أن توضح هذه الغرامة في صندوق خيري وتصرف في وجود الخير وهذا يصلح في عقد المرابحة.⁴⁶

خ. **معالجة مخاطر المشاريع الاستثمارية:** يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وضع بعض المعايير التي تضمن نجاح المشاريع وأهمها:⁴⁷

❖ **السلامة الشرعية:** يعد المشروع سليماً من الناحية الشرعية إذا كانت منتجاته من السلع والخدمات مباحة شرعاً وكانت ممارساته لأعماله ومعاملاته لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

❖ **السلامة القانونية:** يعد المشروع سليماً من الناحية القانونية في حالة صلاحية القوانين الحالية، ووجود الحوافز الاستثمارية.

❖ **الكفاءة التنظيمية والإدارية:** يعد المشروع سليماً من الناحية الإدارية إذا توافرت فيه الخبرات، وطريقة إدارة التمويل خلال حياة المشروع.

❖ **السلامة الفنية:** يعد المشروع سليماً من الناحية الفنية إذا توافرت فيه المواد الأولية والقوى العاملة والبيئة اللازمة والموقع المناسب.

❖ **السلامة المالية:** يعد المشروع سليماً من الناحية المالية إذا كان معدل العائد على الاستثمار ملائماً مقارنة مع معايير الصناعة المشابهة، وملائمة المخاطر مع ربحية المشروع وملائمة هيكل التمويل مع رأس المال المشروع.

❖ **السلامة الاقتصادية والاجتماعية:** يعد المشروع سليماً من الناحيتين الاقتصادية والاجتماعية في حالة مساهمة المشروع في تخفيض حجم البطالة، مدى تحقيق عدالة توزيع الدخل بين الأفراد ومدى تأثير المشروع على البيئة .

د. **تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركات التأمين الإسلامية:** يمكن تأمين مخاطر الاستثمار في الصكوك لدى شركات التأمين الإسلامية من باب تكافل الغير في تحمل المخاطر.⁴⁸

فمن المعلوم أن التأمين التعاوني يراد به : " عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ معين من المال على سبيل التبرع لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل عند تحقق الخطر، وتدار العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة على أساس الوكالة

بأجرة معلومة "، ومن أهم المخاطر التي يمكن تأمينها: تأمين الأعيان المملوكة لحملة الصكوك ضد خطر الهلاك أو التلف والتأمين على حياة المدينين لحملة الصكوك.

ذ. **تنويع الاستثمارات**: فينبغي الاستثمار في أكثر من مشروع من أجل تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد الصك، وأهم صور التنويع في الاستثمار:⁴⁹

❖ **تنويع جهة الإصدار**: يعطى إصدار الصكوك لأكثر من جهة وكلما زاد عدد جهات الإصدار قلت المخاطر.

❖ **تنويع مدد الاستثمار**: فمن المعلوم أن الصكوك تصدر لآجال حسب مدة المشاريع المستثمر فيها التي تصدر على أساسها الصكوك.

ذ. **التحوط الإسلامي**: يقصد به الوقاية والاحتماء من المخاطر، وبهذا المعنى يتفق مع مقاصد الشريعة في حفظ المال وتجنب إضاعته من خلال:⁵⁰

❖ **التحوط الاقتصادي**: لا يتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى، فهو تحوط طبيعي لاجتباب المخاطر، مثل تنويع الأصول الاستثمارية. ويعد هذا الأسلوب أفضل سلاح لمواجهة المخاطر.

❖ **التحوط التعاوني**: يتم من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر.

النتائج والتوصيات :

1. **النتائج**: توصلت الورقة للنتائج التالية:

- ❖ تستند الصكوك الإسلامية وهياكل إصدارها على ارث شرعي متين وقابل للتطور؛
- ❖ تنوع وتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه ان يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي؛
- ❖ تنوع تجارب إصدارات الصكوك الإسلامية يبين ان هذه الصكوك صارت ذات قيمة مضافة اعلى وان استخدامها يعتبر افضل نسبياً من استخدام ادوات الدين التقليدية ؛
- ❖ برهنت التجارب العملية لإصدارات الصكوك انها وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى، كما يمكن الاستفادة منها لتمويل مشروعات التنمية الاجتماعية ومكافحة الفقر ؛

- ❖ يوجد اعتراف دولي بأهمية الصكوك الاسلامية كمنتج مالي قابل للتطور والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود اصدارات من الصكوك لمؤسسات غير إسلامية وان هذه الصكوك تمثل لهم فرصة عظيمة للاستثمار في المستقبل القريب ؛
 - ❖ تلقي الصكوك الاسلامية تشجيعاً كبيراً من حكومات بعض البلدان ذات الاصدارات السيادية من الصكوك الاسلامية ؛
 - ❖ تنامي الوعي المالي من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بأهمية الصكوك الاسلامية في تنويع محافظهم الاستثمارية ؛
 - ❖ تواجه الصكوك الاسلامية بالعديد من المخاطر التي من شأنها الحد من الاعتماد عليها مستقبلاً ما لم تراع هذه المخاطر ضمن هيكلية الصكوك المصدرة.
- 2.التوصيات: توصي الورقة بالتالي:

- ❖ ضرورة بذل جهود حثيثة من جانب المهتمين والمشرفين لتقريب وجهات النظر الشرعية في أمر التصكيك الاسلامي؛
- ❖ ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الاسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد، والاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الاسلامية في اوساط مجتمعات الاعمال بوصفها ادوات مالية تقدم حلاً مبتكرة لهم؛
- ❖ دراسة امكانية استخدام صكوك أخرى في التمويل الاجتماعي للتنمية بالبلدان الاسلامية ؛
- ❖ عدم مجازاة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بأسلمته وإنما ابتداع ادوات مالية اسلامية جديدة نابعة من الارث والواقع الاسلامي في مجال المعاملات؛
- ❖ السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها ومحاولة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الاسلامية في تطويرها بنفس وتيرة تطور المصرفية الاسلامية؛
- ❖ مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الاسلامية عند اصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي اسلامي منخفض المخاطر.

الهوامش :

- 1- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك في تمويل المشروعات التتموية، ورقة بحثية في منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، جويلية 2008، ص 3.
- 2- جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، احياء التراث العربي، بيروت، ط3، 630هـ-700هـ، ص 379.
- 3- سورة الذاريات، الآية 29.
- 4- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التتمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 67.
- 5- نفس المرجع، نفس الصفحة.
- 6- طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتتمية، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، ط1، 2003، ص 56.
- 7- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، ط1، 2010، ص ص 302-310.
- 8- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 69.
- 9- للمزيد من التفصيل أنظر: زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 71 و عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص ص 31-37.
- 10- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 69-70.
- 11- أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة: دراسة موضوعية في واقع المالية العالمية، دار النفائس، عمان، 2015، ص 39.
- 12- للمزيد من التفصيل أنظر: زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 74-75.
- 13- نفس المرجع، ص ص 72-73.
- 14- للمزيد من التفصيل أنظر: عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص ص 60-61.
- 15- للمزيد من التفصيل انظر: زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 101-123 وأبو بكر توفيق فتاح، مرجع سابق، ص ص 57-92 وعادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص ص 62-141.
- 16- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 83.

- 17- حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مجلة المجتمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، مكة المكرمة، عدد 4، 1988، ص ص 26-27.
- 18- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 84.
- 19- السيد محمد أحمد السريتي، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، مكة المكرمة، ج2، عدد 15، 2004، ص 139.
- 20- فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص ص 13-14.
- 21- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 86-87.
- 22- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص 17.
- 23- أنيس منتصر، المعجم الوسيط، دار الأمواج، بيروت، 1987، الطبعة الثانية، ص 243.
- 24- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 266.
- 25- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، عمان، ط 1، 2003، ص 40.
- 26- هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003، ص 253.
- 27- زياد مطر، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، 1998، ص 333.
- 28- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 126.
- 29- زياد مطر، مرجع سابق، ص 334.
- 30- عبد الستار أبو غدة، الشركات الحديثة: الشركات القابضة وأحكامها الشرعية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، مكة المكرمة، ج2، عدد 14، 2004، ص ص 5-8.
- 31- عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص ص 286-287.
- 32- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 128.
- 33- عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص 285.
- 34- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص ص 17-21.
- 35- عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص ص 5-8.

- 36- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 129 – 130 .
- 37- أحمد الأمين حامد، الصكوك الإسلامية علاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2005، ص 89 .
- 38- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك الإسلامية وموقف الشريعة من ضمانها، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24 – 25 ماي 2010، ص 260.
- 39- نفس المرجع، ص ص 130 – 131 .
- 40- ناظم محمد الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، 1999، ص 318.
- 41- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دار وائل، عمان، 1989، ص 94.
- 42- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 131 – 132 .
- 43- نفس المرجع، ص ص 131 – 132 .
- 44- عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص ص 299 – 302.
- 45- حسين حامد حسان، مرجع سابق، ص ص 1874 - 1877.
- 46- حمزة عبد الكريم حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، ط1، 2008، ص ص 66 - 163 .
- 47- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 133 - 134 .
- 48- البنك الإسلامي الفلسطيني، دليل تحليل الجدوى وتقييم المشروعات، فلسطين، 1996 .
- 49- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، القاهرة، 1994، ص 196.
- 50- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج، عمان، ط1، 2002، ص 130.