

نحو تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "دراسة وصفية تحليلية"

دويس عبد القادر طالب دكتوراه جامعة بشار

أ.د بابا عبد القادر جامعة مستغانم

ملخص:

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وفي ظل التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية تبرز أهمية الدور الملحق على عاتق الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر تلك الصكوك. وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث الذي يسعى للتعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها وأنواعها، ومخاطرها، وأنواع تلك المخاطر ومصادرها، ووضع آليات لمعالجة تلك المخاطر اعتمادا على أدوات الهندسة المالية الإسلامية

Abstract :

Islamic Sukuk are considered as one of the main products of Islamic financial industry. Given the paramount importance of Sukuk all over the world, The Islamic financial engineering has to deal with the risk of these Sukuk. This research, which comes out as result of this problem, aims at knowing and understanding Islamic Sukuk. It will look at their concept, characteristic, types, risks and the types of these risks and their resources .The research will set up a mechanism for treating these risks depending on the tools of Islamic financial engineering.

Key Words:Sukuk – Islamic Finance – Liquidity – International Islamic Financial Market.

مقدمة:

تمثل عملية التمويل دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فهي الشريان الحيوي والقلب النابض الذي يمد القطاع الاقتصادي بمختلف وحداته ومؤسساته بالأموال اللازمة للقيام بعملية الاستثمار وتحقيق التنمية ودفع عجلة الاقتصاد نحو الأمام.

فإذا كانت عملية التمويل بمفهومها العام تعني إنفاق المال، وكان الاستثمار بالمفهوم البسيط يعني استخدام المال في عمليات اقتصادية بغية الحصول على مردودية أو نتيجة، فإنّ كل استثمار يعتبر تمويلا بالضرورة ولكن التمويل لا يعتبر في كل الحالات استثمارا.

ومن المفارقات العجيبة التي يشهدها النظام المالي العالمي في السنوات الأخيرة أن تتنافس أقطابه على المراتب الأولى وتحقيق الريادة في مجال التمويل الإسلامي في ظل غفلة أو تغافل بعض الدول الإسلامية عن الأهمية الاقتصادية والتنموية لهذا النوع من التمويل، وبغض النظر عن أسباب ودوافع الاهتمام من البعض والتجاهل من البعض الآخر فالحقيقة التي لا يمكن إنكارها أن التمويل الإسلامي أصبح حقيقة وواقعا واكتسى صبغة العالمية، وهذا ما تأكده الأرقام التي سجلها من حيث الحجم أو من حيث تعدد أدواته.

ومن بين أهم هذه الأدوات ما يعرف بالصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة التي يعتبرها المختصون البديل القوي للسندات الربوية لا من حيث سلامتها الشرعية فقط، بل من حيث كفاءتها الاقتصادية ونجاحتها التنموية كذلك. ويحصى المختصون أكثر من أربعة عشرة نوعا من الصكوك الإسلامية لذلك فسنحاول في هذه الورقة التعرف على الأهمية التمويلية والاستثمارية والتنموية لهذا النوع من الصكوك من خلال محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

فيما تكمن الأهمية التمويلية والاستثمارية والتنموية للصكوك الإسلامية؟ وفيما تتمثل متطلبات تفعيلها؟

وسوف نُبرز الكفاءة الاستخدامية للصكوك الإسلامية ودورها في التمويل الإسلامي؛ حيث سنتعرض في هذه المقالة للمحاور التالية:

- عموميات حول الصكوك الإسلامية؛
- مخاطر الصكوك الإسلامية؛

– آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: عموميات حول الصكوك الإسلامية

أولاً: نشأة وتطور الصكوك الإسلامية

لقد ازدهرت الصكوك الإسلامية في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه بالسفتجة في ذلك الوقت، وكانت السفاتج تقوم بدور الحوالات أو الشيكات في وقتنا الحاضر، فالسفتجة هي أن يعطي شخص لآخر مالا، وللاخذ مال في بلد المعطي، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده، وقد انتشرت هذه السفاتج بشكل كبير في العصر العباسي، وقد لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولاياتهم، ففي عام (313هـ) أرسل والي مصر والشام سفاتج بقيمة (147000) دينار إلى بغداد، كما استخدمت السفتجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفاتج إلى وكلائهم¹.

أما حديثاً فتعود نشأة الصكوك إلى سنة (1974م) وذلك بعد بدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا وهو (بنك إسلام ماليزيا) اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف هذا البنك عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا.

تم جاء طرح مشروع (سندات المقارضة) من قبل الدكتور سامي حمود (المدير العام لمركز البركة للبحوث والاستشارات بعمان) كبديل إسلامي عن سندات القروض المحرمة، وهي سندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح، ولا ضمان لرأس المال من قبل العامل، بل يضمنه طرف ثالث مثل الدولة بحيث لا يتعرض للخسارة.

ثم أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم (5) بتاريخ 04 أوت (1988م)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة، فبدأت التجربة الخليجية بالانطلاق، ففي عام (2001م) أصدرت مؤسسة نقد البحرين لأول مرة سندات

حكومية اعتبرتها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث بلغت قيمة هذا الإصدار (25) مليون \$ أمريكي، كما اعتمدت المؤسسة صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات². ومنذ ذلك الحين بدأت سوق الصكوك الإسلامية تلقى رواجاً وانتشاراً في كثير من الدول الإسلامية وحتى الغربية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، المملكة المتحدة، اليابان، ...، وغيرها، وخاصة بعد حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة (2008م)

والتي زادت من رواج هذه الأداة بصفة خاصة، ومختلف أدوات التمويل الإسلامي بصفة عامة، وذلك بفعل كفاءتها وعدم تأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثانياً: مفهوم الصكوك الإسلامية

إن أصل مصطلح "الصكوك" أو "الصكاك" هو جمع لكلمة "صك" والتي تعني الوثيقة أو الورقة التي تتضمن إثباتاً لحق من الحقوق³، وبذلك يكون لحاملها الحق في ملكية جزء مشاع لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون والتزامات ومنافع وخدمات⁴.

أما فيما يخص تعريف الصكوك الإسلامية فقد عرف وضع تعريف شامل لها اختلافاً كبيراً لذلك فسنعرض بعض أبرز التعريفات المقدمة من طرف الهيئات الإسلامية المتخصصة، حيث:

- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الصكوك الإسلامية على أنّها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في مجهودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"⁵.

- في حين عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصكوك الإسلامية على أنّها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁶.

- وعموماً يمكن تبني التعريف الموجز الذي قدمه (خصاونة)⁷ كتعريف شامل للصكوك الإسلامية حيث عرفها بأنها: "تحويل الأصول المالية المقبولة شرعاً غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، استناداً إلى ضمانات عينية أو مالية".
- وبناءً على التعريفات السابقة الذكر نستطيع استنتاج أبرز خصائص الصكوك الإسلامية فيما يلي⁸:
1. الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها.
 2. يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
 3. تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في موجودات قائمة أو يتعين إيجادها أو منافع، ولا تمثل ديناً على مصدرها.
 4. الصك الإسلامي يعطى حامله حصة من الربح إن وجدت.
 5. الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
 6. الصك الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعادة يتم تحديدها مسبقاً.
 7. يستند الصك الإسلامي إلى عقد شرعي يؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك.
 8. انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك).
- ويرى كثير من الباحثين أن الصكوك الإسلامية هي في الواقع سندات كلاسيكية بصيغة إسلامية⁹، وبذلك تكون عملية التصكيك مرادفة لعملية التوريق في الفكر المالي الكلاسيكي، لكنّ الباحث يتحفظ على هذا الوصف باعتبار وجود كثير من الفروقات الجوهرية بين عمليتي التوريق والتصكيك، فالأولى تقوم على تبادل الأوراق بالنقود وبيع الديون والربا، والثانية تقوم على أساس تبادل الأصول بالنقود وبالتالي بيع الأصول والربح الناتج عن إيراداتها، وبالتالي نجد أنه يوجد هناك اختلافات كبيرة بين الصكوك الإسلامية والسندات الكلاسيكية والتي نوجزها في الجدول (01):

الجدول (01): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

| الصك الإسلامي | السند |
|--|---|
| المشاركة في ملكية الموجودات التي تمتلكها الصكوك للشركة | حامل السند لا يمت بصلة لملكية الأصول المالية للشركة |
| المشاركة في الربح والخسارة الناتجة عن المشروع على حد سواء | حامل السند لا يتحمل أية خسارة تلحق بالشركة، وأرباحه ناتجة عن سعر الفائدة (الربا). |
| الصك يمثل سهما ماليا في الأصول والمنافع والحقوق | حق السند يمثل حصة في التمويل المالي التقليدي |
| الصك يعتبر دليلا وبرهانا على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء | السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل المبلغ النقدي |
| مدة الصك هي مدة استمرارية المشروع المعني أو النشاط وتنتهي بانتهائه | المدة لا ترتبط بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع |
| نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية التي يجب مراعاتها ومن يخالفها يتحمل المسؤولية | لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: عيد عادل، ()، الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية رقم 2012/8603، جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 2013، ص: 10.

ثالثا: أشكال الصكوك الإسلامية

تتخذ الصكوك الإسلامية أشكالا كثيرة ومتنوعة وتعدد بتعدد آليات إصدارها، ويمكن إيجاز أبرز أشكال وأنواع الصكوك الإسلامية فيما يلي¹⁰:

1-صكوك الإجارة: يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات

الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في صكوك: ملكية الموجودات (الأعيان)، وملكية المنافع، وملكية الخدمات.

2- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

3- صكوك الاستصناع:

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيدا لاكتتاب فيها فيتصنع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك

4- صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

5- صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيدتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

6- صكوك المضاربة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

7- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيدا لاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حددها لعقد.

8- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيدتها في سقي أشجار مثمرة و الإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حددها لعقد.

9- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيدتها في غرس أشجار و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

10- صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة

بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

وفيما يلي جدول مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية:

الجدول (02): مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية

| نوع الصك | الهدف الصك | من | مصدر الصك | المكتب في الصك | حصيلة الاكتتاب | ملكية الصك حامل |
|----------------|--------------------------|--|--|-----------------------------|---------------------------------|--|
| صكوك المرابحة | تمويل شراء سلعة المرابحة | البائع المرابحة | لبضاعة المرابحة | المشترون لبضاعة المرابحة | تكلفة شراء البضاعة | سلعة المرابحة |
| صكوك السلم | تحصيل رأس مال السلم | البائع السلم | لبضاعة السلم | المشترون للبضاعة | ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم) | سلعة السلم |
| صكوك الاستصناع | تمويل تصنيع سلعة | الصانع (البائع) | الصانع (البائع) | المشترون للعين المراد صنعها | تكلفة المصنوع | العين المصنوعة |
| صكوك الإجارة | بيع العين المؤجرة | بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها | بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها | مشترون لها | ثمن الشراء | الموجودات على الشيوخ بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم |

| | | | | | |
|-------------------------|---|-------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|---|
| صكوك مشاركة | إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة | الجهة التي تنشأ وتدير المشروع | المشاركون في المشروع | تمويل المشروع | المشروع أو موجودات النشاط |
| صكوك المضاربة | مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة | المضارب | أرباب المال | رأس مال المضاربة | موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح الأرباح المال, ويتحملون الخسارة إن وقعت |
| نوع الصك | الهدف من الصك | مُصدر الصك | المكتب في الصك | حصيلة الاكتتاب | ملكية حامل الصك |
| صكوك الوكالة بالاستثمار | الاستثمار | الوكيل بالاستثمار | الموكلون | المبلغ الموكل في استثماره | ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد |
| صكوك المزارعة | تمويل مشروع على أساس المزارعة | صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) | المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو | تكاليف الزراعة | حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد |

| | | | | | |
|---|-----------------------|-----------|-------------------------------------|--|---------------|
| | | بغيرهم) | | | |
| حصّة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد | تكاليف العناية بالشجر | المساقون | صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) | سقي أشجار مثمرة عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة | صكوك المساقاة |
| حصّة متفق عليها في الأرض والغرس | تكاليف غرس الشجر | المغارسون | مالك أرض صالحة لغرس الأشجار | غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة | صكوك المغارسة |

المصدر: من إعداد الباحث

رابعاً: أهمية الصكوك الإسلامية

توفر عملية التصكيك مزايا عديدة للمتعاملين فيها، يمكن تقسيمها كما يلي¹¹:

1- بالنسبة للمصدر الأصلي (Originator)

- تساعد عملية التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها.
- يضاعف التصكيك من قدرة المؤسسات على خلق الأموال وتوفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة.
- يعتبر التصكيك الإسلامي وسيلة جيدة لتنويع مصادر التمويل وإدارة المخاطر نظراً لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محدودة.

2- أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين (Investors)

- يعد التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بعملية الاقتراض الكلاسيكية وذلك لقلّة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالصك المصدر.
- تتميز عملية التصكيك الإسلامي بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث أنها تتمتع بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة يمكن التنبؤ بها.
- توفر تقنية التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مرحة.

3- بالنسبة للاقتصاد الكلي (Economy)

- تقوم تقنية التصكيك الإسلامي بدور هام في تعبئة الموارد التي كانت مكتنزة والرفع من معدلات الادخار والاستثمار.
- تعدد منتجات التصكيك الإسلامي وبالتالي ملاءمتها لقطاعات اقتصادية واسعة.
- توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنى التحتية.
- معالجة قصور التمويل الحكومي، حيث تساهم تقنية التصكيك الإسلامي في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم المخاطر:

تعدّ المخاطر أحد متغيري القرار الاستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر، والمخاطر بمفهومها الاصطلاحي الشرعي والاقتصادي لا تخرج عن مفهومها اللغوي فهي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع¹².

ثانياً: أنواع المخاطر:

يمكن تصنيف المخاطر الكلية **Total Risk** إلى نوعين رئيسيين:

النوع الأول: المخاطر العامة: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع **Undiversifiable**، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، لذا يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق **Market Risk**¹³.

النوع الثاني: المخاطر الخاصة: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع **Diversifiable**، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة **Company Specific Risk**.

ثالثا: قياس المخاطر:

تزداد المخاطر كلما زاد احتمال تشتت **Variance** العائد عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر يمكن قياس هذا التشتت كميا إما بالتباين، أو بالانحراف المعياري **Standard Deviation**. ويقاس الانحراف المعياري الحجم المطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، لذا يسمى بالقياس المطلق للمخاطر **Absolute Measure of Risk**.

وتجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولا لقياس المخاطر إلا في حالة واحدة فقط، وذلك عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاستثمارات المعروضة متساوية، أما في حالة عدم التساوي بينها فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف **Coefficient of Variation** باعتباره مقياس نسبي للمخاطر **Relative Measure of Risk**¹⁴.

رابعا: المخاطر والصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي فيما يلي:

1- مخاطر الائتمان **Credit Risk**:

ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل ، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارعة والمساقاة و المغارسة و الاستصناع ، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات صكوك المراجعة ، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع - إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم - ، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المراجعة وصكوك الإجارة ، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم .

فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمأنحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلبا على عوائدها، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

2- مخاطر السوق **Market Risk**:

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار وسوق التداول.

1/2- مخاطر سوق الأصول الحقيقية **Real Assets Market Risk**:

مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب ، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

2/2- مخاطر سوق المال **Capital Market Risk**: ويمكن تصنيف تلك المخاطر

وفقا لما يلي :

1/2/2- مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk: وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة. ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضا عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملة أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجحات والتجارة الدولية.

2/2/2- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار¹⁵.

والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرا مرجعيا في التمويل بالمراجحة. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه -للأسف الشديد- النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية، خاصة إذا لم يكن للوزع الديني دورا في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافا لإجماع الفقهاء¹⁶.

3/2/2- مخاطر أسعار الأوراق المالية Securities Rates Risk: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

4/2/2- مخاطر التضخم Inflation Risk: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية.

والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

3- مخاطر التشغيل **Operation Risk**:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك. وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرية، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا، والحفاظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثارا على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

4- مخاطر المخالفات الشرعية :

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة، حيث ترجع إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ.

المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

ينظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى¹⁷.

والاستثمار في الإسلام يقوم على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الآخر. ويعكس ذلك ابن قيم الجوزية بقوله: "المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والمخاطرة الثاني الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله ورسوله"¹⁸.

والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثم يتعين على المنشآت المالية وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها، سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكناً، أو توزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها.

ثانياً: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات الآتية:

1- تحديد المخاطر:

أولى الخطوات في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق من مخاطر سلع وخدمات وسعر صرف وسعر فائدة وتضخم، أو مخاطر تشغيل، أو مخاطر مخالفات شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر. مع ملاحظة أهمية أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى كل عمل استثماري، وعلى مستوى المنشأة ككل.

2- تقييم المخاطر:

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر¹⁹.

فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة **High Risk**، أو متوسطة **Moderate Risk**، أو ضعيفة **Low Risk**، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

3- دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:

وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

4- تنفيذ القرار:

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

ثالثا: آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية:

تتعدد وتتنوع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي:

1- دراسة الجدوى:

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقييم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "الربحية الإسلامية" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقا للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية²⁰، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:

تعتبر كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلا عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسئوليات الاجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، قال تعالى: اجْعَلْنِي

عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ²¹، كما حث على حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والمهارة والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة يقول تعالى: (إن خير من استأجرت القوى الأمين)²².

كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، ومن خلال هذا وذاك يمكن تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

3- الضمانات:

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهم هذه الضمانات ما يلي:

1/3- الكفالة: وذلك من خلال التزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المملوء ذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها.

2/3- الرهن: يعّد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء²³.

ويشترط في المرهون أن يكون مالا متقوماً يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معينا بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه²⁴. مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهنا لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدى أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: "لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المضاربة على نص بضمان عامل المضاربة رأس

المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإذا وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل²⁵.

3/3- ضمان الطرف الثالث :

إذا كان من المتفق عليه شرعا أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تضمن القيمة الاسمية لحاملها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لأن اليد أمانة فإنه لا مانع شرعا من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة.

وهذا الضمان - وتسميته ضمانا مجاز لأنه ليس كفالة عن ديون - هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبه تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه. أي حتى لو كان ناشئا عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي. أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضا²⁶. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار : "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين وعلى أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة ، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد"²⁷. كما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع بالتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار"²⁸.

فيجوز إيجاد متعهد باسترداد الصكوك فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك إما من خلال تعهد ملزم أو بالاتفاق. أما إذا كان المتعهد بالاسترداد هو الجهة المديرة فلا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية التي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية ... كما أنه يجوز أن يتعهد المستأجر في صكوك التأجير بشرائها بالقيمة الاسمية أو بما يتم الاتفاق عليه

وذلك يحقق ضمان أصول الصكوك ما دامت الصكوك قائمة ... وما يتعلق بضمان الطرف الثالث لأصول الصكوك يصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك لأنه يستند إلى المبدأ نفسه²⁹، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها.

4- التأمين التعاوني :

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

5- الاحتياطات :

تعتبر آلية تكوين الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، وتكوين تلك الاحتياطات رهين بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك³⁰. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"³¹.

6- التحوط Hedging

تقوم تلك الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة ألا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعا. فيمكن التحوط من خلال عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معينا في مقداره وأوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقا لرأي المالكية³²، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل المثمن.

ولا ينبغي شرعنة المشتقات المالية من عقود آجلة ومستقبلية وخيارات وعقود مبادلة بصورتها المطبقة حاليا في أسواق المال الغربية بحجج ما أنزل الله بها من سلطان، فمنهج عملها يقوم على تسوية المراكز دون تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن ، وهدفها هو نقل المخاطر بصورة تحقق منافع لطرف وضرر للطرف الآخر حتى أصبحت بحق مصدرا للمتاجرة في المخاطر ومرعا للقمار باعتراف العديد من الكتاب الغربيين أنفسهم وفي مقدمتهم رائد الإدارة الحديثة الكاتب النمساوي "بيتر داركر"³³.

كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت، وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشرا في تحديد عائد المراجحة.

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك "إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مارجحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمراجحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء"³⁴.

7- التنوع diversification:

وتقوم تلك الآلية على تنوع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء. وتوجد أسس مختلفة للتنوع من أهمها تنوع جهة الإصدار ، وتنوع تواريخ الاستحقاق، والتنوع القطاعي، والتنوع الدولي.

1/7- تنوع جهة الإصدار: وذلك بتنوع جهات الإصدار ، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا

الصدد هما :

أ- التنويع البسيط أو الساذج **Simple or Naive Diversification**: ويتلخص مفهومه في المثل القائل "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة" **Not Putting All Eggs in one Basket** ، أو عليك بنشر المخاطر **Spread the Risk**.

ويعتمد التنويع الساذج على تنويع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك لما له من العديد من العيوب التي يأتي في مقدمتها صعوبة إدارة الاستثمارات، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، وارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

ب - **تنويع ماركوتز**: يقوم تنويع ماركوتز **Markowitz** على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات ، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات³⁴ ، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك ، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها ، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد استثمارات الصكوك فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها ، أو توجد بينها علاقة عكسية، وهذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

2/7- تنويع تواريخ الاستحقاق: الصكوك الإسلامية قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويهدف هذا التنويع إلى مواجهة مخاطر التضخم باعتبار أن الصكوك ذات الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة للتعرض لمخاطر التضخم قياسا بالصكوك التقليدية نظرا لطبيعة مكوناتها وقيامها على المشاركة في الغنم والغرم.

3/7- التنويع القطاعي: يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعا للدورات الاقتصادية، والتنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة. ومن ثم فإن تنوع إصدار الصكوك الإسلامية ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر ويبقي من صدماتها.

4/7- التنوع الدولي: يهدف التنوع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنوع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضا في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

خاتمة:

وبعد فقد تناول هذا البحث دراسة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، وقد تعرض البحث للصكوك الإسلامية من حيث مفهومها اللغوي والاصطلاحي، وتناول خصائصها، وأنواعها، ومخاطرها، وآليات إدارة تلك المخاطر. وقد خلص البحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

أولا: النتائج :

خلص البحث إلى مجموعة من النتائج من أهمها ما يلي:

1- تتنوع الصكوك الإسلامية ما بين صكوك إجارة ، وسلم ، واستصناع ، ومراجعة ، ومشاركة، ومضاربة ، ومزارعة ، ومساقاة ، ومغارسة ، ووكالة.

2- تعد مخاطر الصكوك الإسلامية أحد متغيري القرار الاستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر، والمخاطر بمفهومها الاصطلاحي الشرعي والاقتصادي لا تخرج عن مفهومها اللغوي فهي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع.

3- يمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى نوعين رئيسيين هما: المخاطر العامة: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع ، لذا يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق، والمخاطر الخاصة : وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع ، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة ، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة

4- الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوى على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة ، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية ، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية.

5- تتعرض الصكوك الإسلامية للعديد من المخاطر الكلية ، والتي يتمثل مصدرها الأساسي في : مخاطر الائتمان ، ومخاطر التشغيل ، ومخاطر المخالفات الشرعية، ومخاطر السوق بما تتضمنه من مخاطر سوق الأصول ، ومخاطر سوق المال التي تشمل مخاطر سعر الصرف ، ومخاطر سعر الفائدة ، ومخاطر أسعار الأوراق المالية ، ومخاطر التضخم .

6- ينظر الإسلام للمخاطر باعتبارها من مقومات المنهج الاستثماري الإسلامي حيث من مسلماته المشاركة في الغنم والغرم. ونظرة الإسلام للمخاطر لا تحول دون وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال عدد من الخطوات بمقتضاها يتم تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، ثم تنفيذ القرار اعتمادا على العديد من آليات الهندسة المالية الإسلامية التي تهدف إلى تجنب المخاطر أو توزيعها أو قبولها.

7- تتعدد آليات الهندسة المالية الإسلامية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ، ومن هذه الآليات دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها، والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن وضمان الطرف الثالث، كما أن من هذه الآليات أيضا التأمين التعاوني ، والاحتياطيات ، والتحوط وفي مقدمة ذلك استخدام عقد السلم بشروطه الشرعية والخيار الشرعي، وكذلك من هذه الآليات التنويع سواء أكان متعلقا بتنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق، أو التنويع القطاعي ، أو التنويع الدولي.

8- يملك الإسلام من وسائل التعامل مع المخاطر ما يحقق العدل لأطراف التعامل وليس تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم لطرف آخر، كما هو الحال في أدوات التحوط الغربية المعاصرة من بدع المشتقات المالية التي تقوم على بيع الدين بالدين المنهي عنه شرعا ، ففيها لا يتم تسليم ولا تسلّم ولا قبض للسلع أو الثمن ويؤخر فيها كلا العوضين الثمن والمثمن.

9- كفاءة الصكوك الإسلامية المتعلقة باحتواء الدورات الاقتصادية، وكفاءتها المتعلقة بتكامل أشكالها وصيغها وأساليبها، ثم قيّمنا الكفاءة التطبيقية المتوقعة لصيغ وأساليب التمويل الإسلامي، باستخدام الصكوك الإسلامية كنموذج.

ثانيا / التوصيات :

في ضوء ما أسفر عنه هذا البحث من نتائج يمكن تقديم مجموعة من التوصيات بما قد يسهم في

كفاءة إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

- 1- مراعاة المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الإسلامية الضوابط الشرعية لإصدار وتداول تلك الصكوك ، فذلك صمام الأمان لحسن إدارة مخاطر تلك الصكوك.
- 2- لا مجال لشرعنة المشتقات المالية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فتلك المشتقات تقوم أساسا على الاتجار في المخاطر ، وفي الحلال ما يغني عن الوقوع في الحرام، بل وحتى عن الوقوع في الشبهات.
- 3- الاستفادة من تجارب الآخرين لابتكار أدوات مالية لإدارة المخاطر على أن لا تحل حراما أو تحرم حلالا ، وتجمع بحق بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.
- 4- دعوة المؤسسات المالية الإسلامية للاهتمام بالبحث العلمي الذي يجمع بين الفقه التنظيري والفقه الميداني على المستويين الشرعي والاقتصادي لابتكار أدوات مالية تعزز من الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر ، لاسيما مخاطر الصكوك الإسلامية.

الهوامش والمراجع:

1. خطاب كمال توفيق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، أيام 31 أيار/ ماي - 03 حزيران/ جوان، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 09.
2. قنطقجي سامر، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة ماجستير غير منشورة في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009، ص: 27.
3. علي ميرة حامد حسن محمد، صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2008، ص: 06.
4. المنيع عبد الله بن سليمان، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، 25 أيار/ ماي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010، ص: 01.
5. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، ديسمبر 2015، ص: 463.
6. مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 178 (19/4): الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة (19)، 26-30 نيسان/ أبريل، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 09.
7. خصاونة أحمد سليمان محمود، أثر العولمة على المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص: اقتصاد إسلامي، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2006، ص: 246.
8. صالح فتح الرحمان علي محمد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية: التحولات وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، يومي 05 و06 نيسان/ أبريل، الخرطوم، السودان، 2012، ص: 10.
9. Ali Rahail, Sukuk and Islamik markets: A practical guide, Globe Law and Business, www.globelawandbusiness.com, consulting 12 March 2017, 2011, p:09.

10. انظر إلى:

– ناصر سليمان وبن زيد ربيعة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي الخامس حول: الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف، أيام 06 – 08 تشرين الثاني/ أكتوبر، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2012، ص ص: 03-04.

– دوبة أشرف محمد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية: الواقع... وتحديات المستقبل، يومي 20 و21 آذار/ مارس، نادي رجال الأعمال اليميين، صنعاء، اليمن، 2010، ص ص: 07-11.

– Nevi Danila, Madelling retail sukuk in Indonesia, www.stie.mce.id/pdf/.../p20120205171200.pdf, consulting 18/10/2014, pp: 04-06.

– MohamadShamsher, Taufik Hassan, AdenisaUthmanGaniyatAdejoke, Exigency for sukuk bond financing : Issues and discussions, Electronic Journal, August, 2010, pp: 09-11.

11. لمزيد من التفاصيل انظر:

– صالح فتح الرحمان علي محمد، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية: التوسع في الأسواق المالية، يومي 31 جويلية و01 أوت، إتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2008، ص ص: 10-14.

– زيتوني عبد القادر، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، يومي 01 و02 كانون الأول/ ديسمبر، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 04-05.

12. لمزيد من التفاصيل انظر:
- ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج4، ص137، أنيس وآخرون، المعجم الوسيط، دار الأمواج، بيروت، ص: 243.
- الشافعي، الأم، دار المعرفة، بيروت، 1973م، ج3، ص186، ج4، ص ص30-237.
- سعيد السامرائي، القاموس الاقتصادي الحديث، مطبعة المعارف، بغداد، 1980م، ص244.
- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر، ص: 47.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م، ص ص: 250-256.
13. المرجع السابق، ص: 256 (بتصرف).
14. لمزيد من التفاصيل عن هذه المقاييس انظر، المرجع السابق، ص ص: 251-255.
15. المرجع السابق، ص: 258 (بتصرف).
16. دوابة أشرف محمد، فوائد البنوك مبررات وتساؤلات، دار السلام للنشر، القاهرة، 2008.
17. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، القاهرة، 2003، ص: 51.
18. ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج5، ص: 418.
19. إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس 2006، ص: 57.
20. دوابة أشرف محمد، نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع، دار السلام، القاهرة، 2008، ص ص: 103-124.
21. سورة يوسف، الآية 55.
22. سورة القصص، الآية 26.

23. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (5)، ص: 125.
24. المرجع السابق، ص: 125.
25. منظمة المؤتمر الإسلامي : ، "مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي" ، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، جدة، 1988، ص: 2146.
26. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 25 - 27 سبتمبر 2004، ص: 15.
27. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص: 2164.
28. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (5)، ص: 125.
29. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ص: 17- 18 (بتصرف).
30. انظر ، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين، 2008م، معيار رقم : 11 ، ص: 392 (بتصرف) .
31. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص: 2164.
32. يرى الجمهور ضرورة تسليم ضرورة تعجيل الثمن في مجلس العقد قبل التفرق، ورأي المالكية أقرب لتطبيق التحوط في الصكوك الإسلامية، انظر، ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار الكتب الإسلامية، القاهرة، ج2، 1983، ص: 323.
33. انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (1)، ص ص: 4-5.
34. منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص ص: 283-284.

35. Elyès JOUINI et Olivier PASTRÈ, LA FINANCE ISLAMIQUE : Une solution à la crise ?, Economica, Paris, 2009, P. 2.

36. صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص 411-409.