

التنوع كمدخل لإدارة المخاطر في المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية

- صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض الكويتي نموذجاً -

Diversification as an approach to risk management in Islamic investment portfolios and funds

Boubyan multi-asset fund holding Kuwaiti model -

ميلود زنكري

جامعة برج بوعريش (الجزائر)

مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية

miloud.zenkri@univ-bba.dz

تاريخ النشر: 2022/12/31

سمية كرم

جامعة برج بوعريش (الجزائر)

مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية

في ظل الدور الجديد للجامعة

somia.kram@univ-bba.dz

تاريخ الاستلام: 2022/10/05

تاريخ القبول: 2022/12/30

ملخص:

يهدف البحث إلى تحديد دور التنوع على إدارة المخاطر التي تتعرض لها المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية، وتنبع أهمية البحث من أهمية موضوع إدارة المخاطر المصرفية الذي يعتبر أكبر تحدي يواجهه العمل المصرفي الإسلامي، وكون التنوع هو جوهر نظرية المحفظة.

وبغرض الإمام بالجانب النظري للموضوع قمنا باستقراء مجموعة من الدراسات والبحوث السابقة ثم استعرضنا تجربة صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض الكويتي في مجال العمل المصرفي الإسلامي وخلصنا إلى أن الصندوق يتبع استراتيجية محكمة لتنوع أصول محفظته الاستثمارية عبر توزيع الاستثمارات الخاصة على أنواع مختلفة من الأصول كالنقد، السلع، الصكوك، الأسهم، كما يوزع استثماراته جغرافياً على مستوى الصناديق المستثمر بها في مختلف دول العالم كأمريكا الشمالية، آسيا، إفريقيا وأوروبا، وهو ما انعكس على صافي قيمة أصول صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض الذي يشهد ارتفاعاً مضطرباً تزامناً مع سياسة البنك في فتح فروع جديدة في شتى أنحاء العالم واجتهاده في تنوع محفظة أصوله.

الكلمات المفتاح: إدارة المخاطر، المصارف الإسلامية، التنوع، المحفظة الاستثمارية.

تصنيف JEL : G11، G21، G23، G32.

Abstract:

This research aims to determine the role of diversification in managing the risks to which Islamic investment portfolios and funds are exposed, the importance of the research stems from the importance of the issue of banking risk management, which is considered the biggest challenge facing Islamic banking, and the fact that diversification is the essence of portfolio theory.

In order to understand the theoretical aspect of the subject, we extrapolated a group of previous studies and research, then we reviewed the experience of the Kuwaiti Boubyan Multi-Asset Holding Fund in the field of Islamic banking, we concluded that the fund follows a solid strategy to diversify the assets of its investment portfolio by distributing private investments to different types of assets such as cash, commodities, sukuk, stocks, the holding fund also distributes its investments geographically at the level of invested funds in various countries of the world such as North America, Asia, Africa and Europe, this was reflected in the net asset value of the Boubyan Multi-Asset Holding Fund, which is witnessing a steady rise in line with the bank's policy of opening new branches around the world and its diligence in diversifying its portfolio of assets.

Keywords: Risk Management, Islamic banking, diversification, investment portfolio

Jel Classification Codes : G11, G21, G23, G32.

المؤلف المراسل: سمية كرم، الإيميل: somia.kram@univ-bba.dz

.تمهيد:

عرف النظام المالي العالمي في السنوات الأخيرة اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية ضمن الأنظمة المالية والمصرفية لعدة دول، وإقبال على أدوات التمويل الإسلامي لتغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف المشاريع، خاصة بعدما أظهرته المصرفية الإسلامية من استقرار إبان الأزمة المالية العالمية الأخيرة سنة 2008م، وهذا ما ألقى بمسؤولية إضافية على مسيرتها من أجل تقديم تشكيلة متنوعة من المنتجات والأدوات المالية الإسلامية تتناسب والاحتياجات المختلفة لعملائها.

إن مفهوم المخاطرة الذي نتعامل على أساسه مع مخاطر المصارف الإسلامية باعتبارها تكلفة ينبغي تحملها من جهة، وينبغي العمل على ضبطها وتقليصها إلى أدنى حد ممكن من جهة أخرى، واعتماد هذه المصارف على الإجراءات الصحيحة لتقليل حدة المخاطر والحد من التعرض لمخاطر السوق أو الائتمان أو التشغيل، سيكون له آثار إيجابية على كفاءتها وفعاليتها.

يتبع المصرف الإسلامي عدة سياسات بهدف تخفيض هذه المخاطر إلى حدها الأدنى وليس إلغائها فالصناعة البنكية في نهاية المطاف تعرف بأنها فن التعامل مع المخاطر وليس تجنبها، وأهم هذه السياسات هي سياسة التنوع في المحافظ الاستثمارية، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية من المخاطر المحتملة. وقد أصبح ذلك ممكناً في ظل تطور وتعدد أنواع المنتجات المالية الإسلامية وخاصة الصكوك الإسلامية، وهو ما يتيح للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إمكانية توزيع المخاطر بين منتجات متنوعة وقطاعات مختلفة، وهو ما يعني وضع هذه المصارف في مسارها الطبيعي وتعزيز دورها التنموي.

1.1. إشكالية البحث: انطلاقاً مما سبق فإن إشكالية الدراسة تتمحور حول التساؤل الرئيسي التالي: هل هناك دور للتنوع على إدارة المخاطر التي تتعرض لها المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية؟

1.2. فرضية البحث: للإجابة على التساؤل الرئيسي أعلاه نقدم الفرضية التالية: يوجد دور للتنوع على إدارة المخاطر التي تتعرض لها المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية.

2.1. أهمية البحث: تنبع أهمية الدراسة من أهمية موضوع إدارة المخاطر المصرفية الذي يعتبر أكبر تحدي يواجهه العمل المصرفي الإسلامي، وكون التنوع كما يصفه كبار المفكرين الاقتصاديين هو جوهر نظرية المحفظة ولها، وقد يحمل في طياته بذور الحل ناهيك عن أن فوائد التنوع باتت تجذب اهتمام الكثير من الباحثين والفاعلين في الأسواق المالية العالمية.

3.1. أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى التعرف على دور التنوع في المحافظ الاستثمارية في إدارة وتخفيض المخاطر في المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية، وقد قمنا بتناول الموضوع في أربعة محاور رئيسية: حيث كان عنوان المحور الأول: مدخل إلى إدارة المخاطر في البنك الإسلامي، وخصص المحور الثاني لمكونات المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية، أما المحور الثالث فقد تناول موضوع تنوع الأدوات المالية في المحفظة الاستثمارية، ويعرض المحور الرابع نموذج صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض الكويتي في تنوع المحفظة الاستثمارية.

4.1. الدراسات السابقة:

دراسة حسين بلعجوز وعفاف بشيري: إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية باستخدام تنوع ماركويتز- دراسة حالة مجموعة البركة المصرفية، 2016، ركز الباحثان في هاته الدراسة على أهمية نوع واحد من التنوع وهو تنوع ماركويتز على إدارة مخاطر الائتمان فقط في المحافظ الاستثمارية بالتطرق إلى حالة مجموعة البركة المصرفية وخلصت إلى أن التنوع المدروس يؤدي إلى تقليل مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر وتفاذي التركيز الائتماني.

دراسة بلعجوزين علي، مريم نعاس نجاة: فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، 2016، هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين العائد والمخاطر لتحديد إذا كان هناك أثر للمخاطر النظامية على أسهم بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2016 باستخدام نموذج غارش، وخلصت إلى أن ارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بالتذبذب بالعوائد وأيضاً أثبت إمكانية بناء محفظة استثمارية مثلى لبورصة الجزائر عند مخاطرة تقدر بـ 0.475% وعائد 0.0097%.

2. الإطار النظري للدراسة:

تتكون المحفظة الاستثمارية للبنوك الإسلامية من الأسهم العادية، صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية، صناديق المؤشرات الإسلامية والصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة: صكوك الإجارة، المشاركة، المضاربة، السلم، المساقاة، الاستصناع، المربحة، المزارعة، المغارسة، صكوك الاستثمار والصكوك الوقفية، وقد اكتست المنتجات الإسلامية أهمية بالغة وعرفت انتشاراً واسعاً في مختلف دول العالم، وذلك نظراً للمساهمات الإيجابية في دفع عجلة الاقتصاد، ودورها الهام في تمويل المشاريع التنموية بمختلف أشكالها وأحجامها،

كما وانفردت بخصائصها التي تميزها عن الأدوات المالية التقليدية، فهي تساهم في استقطاب المدخرات وإعادة توجيهها نحو الاستثمارات المنتجة الحقيقية ذات الأثر الحقيقي على الاقتصاد وليس المالي فقط.

يعتمد العمل المصرفي الإسلامي مبدأ المشاركة في تعبئة الموارد وفي توزيع أموالها، كما يقوم على مبدأ العدالة في توزيع مخاطر الاستثمار بين العميل والمصرف خاصة في حالة تحقق أخطار السوق التي لا يستطيع أي من العميل والمصرف أن يتحكموا فيها الأمر الذي لا تراعيه البنوك التقليدية. هذا وتقوم المحافظ الاستثمارية بتقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الأسواق المالية نظراً لإدارتها المحترفة، وتنوع أصولها الاستثمارية، وكذا اعتمادها على التوقيت الأنسب لاتخاذ قرارات البيع والشراء للأصول المالية المكونة لها.

1.2. مفاهيم أساسية في إدارة المخاطر المصرفية

تعتبر المخاطر المصرفية جزءاً لا يتجزأ من العمل المصرفي، ولكن التطور المتسارع لبيئة الأعمال المصرفية جعلها تبلغ مستويات عالية باتت تهدد معها وجود المؤسسات الناشطة بها، مما استلزم العمل على فهمها ودراستها تحسباً لإدارتها والحد منها.

1.1.2. تعريف المخاطر المصرفية وأصنافها:

عرفت لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية (Financial Services Roundtable FSR) المخاطر على أنها احتمالية حصول الخسارة بشكل مباشر من خلال حدوث خسارة في نتائج الأعمال، أو خسارة في رأس المال، وإما بشكل غير مباشر من خلال وجود قيود تحد من قدرة المصرف على الاستمرار في تقديم أعماله وممارسة نشاطاته، وتحد من قدرته على استغلال الفرص المتاحة في بيئة العمل المصرفي (The Financial service roundtable June 1999, p5).

وتعرف المخاطرة بشكل عام بأنها الانحراف غير المتوقع في أداء المنظمة، وبما أن الهدف الرئيسي لمنظمات الأعمال يتمثل في تعظيم الربحية، فالمخاطرة الرئيسية بالنسبة لها تتمثل في انحراف ربحيتها أو عوائدها (جمعة 2000، ص 293). ولما كانت المصارف تتعامل بالدرجة الأولى مع المخاطر، سواء تعلقت بزبون معين أو بنشاط معين أو بالقطاع الذي تعمل فيه أو بظروف الاقتصاد المحلي أو بأوضاع الاقتصاد الدولي، فإن الاهتمام الرئيسي لإدارة المصارف هو كيفية إدارة المخاطر المحتملة في شكلها العام بغرض تفاديها (الشمري 2013، ص 54)، وعليه فقد تعددت تصنيفات المخاطر المصرفية بتعدد تعاريف الباحثين في هذا المجال، ونوجزها في الآتي:

- باعتبار العموم والخصوص: تصنف إلى نوعين هما (براني 2013، ص 60):
 - أ. مخاطر عامة (منتظمة): وتمثل انعكاساً للأوضاع العامة أو للمتعامل ومحيطه الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، فهو مرتبط بالأزمات مهما كان شكلها أو طبيعتها التي يترتب عنها صعوبات بالنسبة للمتعامل الاقتصادي.
 - ب. مخاطر خاصة (غير منتظمة): هي المخاطر المرتبطة بنشاط اقتصادي معين أو شركة معينة أو ظروف معينة، وهي تنشأ عن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي مما يجعلها خاصة بالمشروع، وتأتي نتيجة بعض التعاملات الاستثمارية فتأثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دون غيره.
- باعتبار النشاط الاقتصادي الممارس: نجد الأنواع التالية:
 - أ. مخاطر السوق: وهي المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل، سهم، أو سند، أو عملة أو سلعة، كما تعرف أيضاً بأنها المخاطر التي تطرأ على سوق الأوراق المالية لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية أو أمنية، وتتمثل في أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلب أسعار السوق.
 - ب. مخاطر الائتمان: وتسمى أيضاً مخاطر القرض ويقصد بها عدم قدرة العميل والتزامه برد أصل الدين أو فوائده أو الاثنين معا عند مواعيد استحقاقه (تلي و بن بركة 2017، ص 218).
 - ت. المخاطر التشغيلية: هي الخسارة المالية الناجمة عن الأخطاء البشرية أو الاختلاس وخلل في أنظمة المعلومات أو عدم متابعة وتسجيل العمليات، وتنشأ عن ضعف إجراءات الرقابة والضبط الداخلي في البنوك وتعمل تلك الضوابط للتأكد من أن البنك يتولى عملياته بشكل حذر بما يتفق مع السياسات والاستراتيجيات التي يضعها مجلس الإدارة وأن هناك حماية للأصول وسيطرة على الالتزامات (سنوسي و محبوب 2020، ص 5).
 - ث. مخاطر السيولة: إن السيولة هي القدرة على تمويل الزيادة في الموجودات، والوفاء بالالتزامات عند مواعيد استحقاقها دون تكبد خسائر غير مقبولة، وإدارة هذه السيولة تعني احتفاظ المصرف بتدفقات نقدية كافية لمواجهة سحبات كبيرة وبشكل فجائي، كما أن حسن إدارة السيولة تكمن في الموازنة بين الإبقاء على نسبة من السيولة للوفاء بالتزامات المتعاملين، واستثمار جزء منها لتحقيق الربحية لهم (أكرم لال و بوهراوة 2010، ص 3).
 - ج. مخاطر أخلاقية: وتكون في الحالة التي يتصرف فيها العميل أو الوكيل (وهو صاحب المشروع الممول من قبل البنك) في غير صالح هذا الأخير، أو قد يلجأ الوكيل إلى إخفاء بعض المعلومات بقصد الحصول على مالا يستحقه من المنافع (عطية 1993، ص 112)، وتعرف

أيضا بمخاطر السمعة التي تنشأ في حالة قيام المصرف بتقديم خدمات غير كفؤة أو عند عدم انتظام تقديم الخدمة، كذلك قد تنشأ في حالة نقص متطلبات الإفصاح اللازمة للعملاء أو عند حدوث انتهاك للخصوصية (الشمري 2013، ص 59).

ح. المخاطر الاستراتيجية: هي المخاطر الحالية والمستقبلية التي يمكن أن يكون لها تأثير على إيرادات المصرف وعلى رأس ماله نتيجة اتخاذ قرارات خاطئة أو التنفيذ الخاطئ للقرارات وعدم التجاوب المناسب مع التغيرات في القطاع المصرفي (خضراوي 2009/2018).

خ. المخاطر القانونية: تنشأ نتيجة لوقوع التزامات غير متوقعة أو فقد جانب من قيمة أصل من الأصول نتيجة عدم توافر الرأي القانوني السليم، أو لعدم كفاية المستندات التي تؤكد ملكية المصرف لذلك الأصل (تلي و بن بريكة 2017، ص 4)، ويطلق عليها البعض مخاطر الالتزام باعتبارها تنتج من احتمال مخالفة تطبيق القوانين الرقابية والقواعد التشريعية، إذ قد تقوم السلطات الرقابية بفرض غرامات نقدية على المصارف المخالفة، وتشير هذه المخاطر إلى تأثير التشريعات على المصارف، وهي تشمل السياسة المتعلقة بالتعريفات الجمركية وحصص الاستيراد والضرائب والإعانات وآية تشريعات أخرى (الشمري 2013، ص 57).

2.1.2. مضمون وسياسة إدارة المخاطر بالبنوك

عرفت لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية إدارة المخاطر بأنها: هي تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها وذلك بهدف ضمان ما يلي (مسعودي و مسعودي 2015، ص 6):

- أن المخاطر ضمن الإطار الموافق عليه من قبل مجلس الإدارة؛
- أن عملية القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الاستراتيجية للبنك؛
- أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة المخاطر؛
- أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر؛
- أن القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم والتطبيق؛
- أن حوافز الأداء المطبقة في البنك منسجمة مع مستوى المخاطر.

تعد سياسات إدارة المخاطر عبارة عن أساليب معالجة الخطر، وعلى العموم يمكن جمع أهم سياسات إدارة الخطر في العناصر التالية مع التركيز على أهمها (براني 2013، ص 212-214):

- أ. تجنب الخطر: ويقصد به اتخاذ قرارات الحد من نشاط معين أو إيقاف النشاط كلية، وذلك عندما ينطوي هذا النشاط على خسائر جسيمة ولا تتوفر لها التغطية المناسبة، وبذلك فإن سياسة تجنب الخطر تتمثل في القرار السالب، أي عدم اتخاذ القرار الذي يؤدي إلى الخطر.
 - ب. نقل الخطر أو تحويله للغير: ويقصد به أن تتحمل نتائج تحقق الأخطار المختلفة شركة مختصة مقابل قسط نقدي كشركات التأمين، أو أي مؤسسة أخرى تكون أكثر قوة من المؤسسة الأولى على معالجته أو التحكم فيه بإيجاد الوسيلة المناسبة للتخفيف منه، وإنقاص الضرر إلى أدنى حد ممكن.
 - أ. الاحتفاظ بالخطر أو افتراض الخطر: هو الفشل في اتخاذ عمل إيجابي لتجنب النتائج غير المرغوب فيها المترتبة على الخطر، وإيجاد وسائل داخل الشركة للسيطرة على الخطر، ويظهر من وجود احتماليين: إذا كان الخطر مهملاً بسبب عدم معرفة وجوده، أو إذا وجد اهتمام بوجود الخطر وتم وضع قرار بعدم اتخاذ أي قرار بشأنه، أو الاحتفاظ به من خلال التأمين، ولكن يجب على مدير الخطر التأكد من مقدرة الشركة على تحمل الخطر.
 - ب. تخفيض الخطر أو منع الخسارة: ويتم بتقليل ظاهرة عدم التأكد والشك عند اتخاذ القرارات، ويمكن الوصول إلى هذه النتيجة عن طريق التنبؤ بدقة كافية باحتمال تحقق الحوادث، والتنبؤ بدقة أيضاً بحجم الخسارة التي تنتج في كل مرة تحدث فيها، وذلك بعد دراسة موضوعية لنوعية الخطر وأسبابه والتخطيط لمواجهة عند تحققه.
 - ت. مبدأ أو سياسة التنوع: يؤكد هذا المبدأ ضرورة قيام المستثمر بتنوع موجوداته من خلال مسكه لنوعين أو أكثر، وقد كان الاعتقاد الشائع حول التنوع في الفترة التي سبقت ظهور نظرية المحفظة، هو أن توزيع المخاطر بالاعتماد على التنوع يتم من خلال مسك عدد كبير من الأسهم داخل المحفظة والتي يتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة مما يجعلها عرضة لمؤثرات اقتصادية مختلفة.
- غير أن تبلور فكرة المحفظة قد جاء على يد المفكرين المتأخرين أمثال "ماركويتز" وغيره ممن نجحوا في استخدام الأساليب الكمية لقياس الأثر الذي يحدثه التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة.

تتكون المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية من كل الأدوات المالية التي تسمح بتحرير المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار التي لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تتمثل أساساً في: الأسهم العادية، الصكوك، صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية، صناديق المؤشرات الإسلامية.

1.2.2. الأسهم العادية: إحدى أدوات الملكية الإسلامية، التي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، والسهم هو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة، وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي السهم بأنه حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة (داغي بلا تاريخ، ص9).

2.2.2. صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية: هي صناديق تتولى تجميع المدخرات من المستثمرين لتوظيفها في أنواع مختلفة من الأصول ذات العلاقة بالعقارات مما يتيح لهم فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوعة والمدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكلية هذه الصناديق بتملك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة.

3.2.2. صناديق المؤشرات الإسلامية: هي صناديق مدرجة تتكون من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة وتهدف إلى تتبع حركة المؤشرات الإسلامية (سليمانى 2018، ص61).

4.2.2. الصكوك الإسلامية: أصل كلمة الصك يدور حول معنيين: المعنى الأول الضرب الشديد بالشيء العريض كما قيل أنه الضرب بصفة عامة ومنه قوله تعالى: (فصكت وجهها) سورة الذاريات، الآية 29. والمعنى الثاني الكتاب وهو فارسي معرب (ابن منظور بلا تاريخ، ص2474).

أما اصطلاحاً فقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 الصكوك الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2010، ص238).

ويعرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصكوك الإسلامية بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال 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، وأضاف حول طبيعة الموجودات التي تمثلها الصكوك على أنها أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون القائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه (بني عامر و العيفة 2014، ص7).

وتعتبر الصكوك الإسلامية شهادات أو وثائق اسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، وبشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية وتفصل نشرة إصدارها حقوق والتزامات أطرافها (براضية 2010/2011، ص88).

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق استثمارية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في الملكية أو في موجودات نشاط استثماري، وهي تركز على موجودات حقيقية وتصدر وفق عقد شرعي، وتقوم على مبدأ الغنم بالغرم أي المشاركة في الربح والخسارة.

ويمكن من التعاريف السابقة استخلاص أهم خصائص الصكوك الإسلامية (سليمانى 2018، ص59):

- هي وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها؛
- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها؛
- أن مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار فيحصلون على نصيبهم من العائد ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك؛
- شروط التعاقد تحدد وثيقة إصدار الصك وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد؛
- تتوافق الصكوك الإسلامية مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، وكذلك من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها؛
- الصكوك قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، بالإضافة إلى أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله؛

- تصدر الصكوك الإسلامية على أساس عقد شرعي؛
- لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون وموضحة في نشرة الاصدار؛
- عدم قابليتها للتجزئة، بمعنى أن الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة.
- وتمثل أهمية الصكوك الإسلامية فيما يلي (بدان 2014، ص 16):
- تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا- من حيث استكمال حلقات الاقتصاد بجانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية- ، وعمليا- فوجودها يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها-
- تلبى احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين.
- يثري بها الأسواق المالية لأنها الطرف المكمل للأسهم والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- تعتبر من الأدوات الهامة لتنوع مصادر الموارد الذاتية وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.
- تغطي عدد كبير من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل.
- 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.
- المساهمة في جمع رأس مال تمويل مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين.
- تسهم الصكوك في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- كما تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي تعجز عن تمويلها جهة واحدة؛ فيمكن أن تقدم فرصة استثمارية بحيث تفتح مجالا كبيرا للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها.
- أنها وسيلة للتوزيع العادل للثروة؛ حيث تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء.
- وتأخذ الصكوك عدة أنواع حيث تتعدد وفقا للصيغة الشرعية التي تقوم عليها، وفيما يلي بيان لأهم أنواعها:
- أ. صكوك الإجارة: عبارة عن أوراق مالية 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، والمصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم (قروي 2018، ص 298).
- ب. صكوك المشاركة: عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع معين 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 (عبدو 2017، ص 17)، ويستحق حملة هذه الصكوك حصتهم من الأرباح بحسب ما يملكون من صكوك وتوزع الخسارة عليهم وفقا لنسب مساهمتهم.
- وتجدر الإشارة إلى أن صكوك المشاركة تدار على أساس إحدى الطرق الآتية (بوردي 2013، ص 5):
- ✓ صكوك الشركة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها؛
- ✓ صكوك المضاربة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها؛
- ✓ صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.
- ت. صكوك السلم: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 صكوك السلم بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، فصكوك السلم عبارة عن وثائق متساوية القيمة تطرح بجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء السلعة، وهذا النوع لا يجوز تداوله لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من جهة، ولأنها تمثل دينا والديون لا يجوز تداولها (نزار ورحماني 2016، ص 82)، ولهذا تعتبر صكوك السلم من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.
- ث. صكوك الاستصناع: تمثل صكوك الاستصناع بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها والمبيع لا يزال في ذمة الصانع لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري؛ ولهذا تعتبر من الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها (بوردي 2013، ص 5).

وقد جاء تعريفها في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك (ربابعة 2005، ص50)، وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

ج. صكوك المرابحة: عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لهذه الصكوك هو بائع سلعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون لها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه السلعة بمجرد شرائها وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، ويتمثل ربح حملة الصكوك في الفرق بين ثمن شراء السلعة ودفع مصروفاتها نقداً (بوردي 2013، ص5).

ح. صكوك المزارعة: عبارة عن وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعته على أساس عقد المزارعة الشرعية، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق وبعد المكتتبون في هذه الصكوك هم المزارعين لهذه الأرض بأموالهم، كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد (نزار ورحماني 2016، ص82).

خ. صكوك المساقاة: عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد (سليمان و بن زيد 2014، ص5).

د. صكوك المغارسة: عبارة عن 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 (بوردي 2013، ص5).

ذ. صكوك صناديق الاستثمار: هي عبارة عن تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، لقاء عمولة معينة وهي أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية، وتكوين محافظ استثمارية متنوعة، وتعدّ صناديق الاستثمار من الأساليب الحديثة للاستثمار الإسلامي تقوم فكرتها على عقد المضاربة، وإدارتها عن طريق مدير الاستثمار ويكون استثمار هذه الأموال في عدة أشكال مثل (الأسهم و السندات و أدوات سوق النقد أو العقارات أو المعادن النفيسة) (النجار 2017، ص97).

ر. الصكوك الوقفية: هي أوراق مالية تصدرها مؤسسات الوقف وتستثمر حصيلة إصدارها في مشروعات وأنشطة وعمليات متوافقة مع الشريعة ويصرف عائدها في جهات البر حسب شروط الواقفين (نزار و رحماني 2016، ص83)، كما تعرف بأنها شهادات خطية متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل المال الموقوف وتقوم على أساس عقد الوقف، ويقصد بتصكيك الموارد الوقفية: تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد إلى أجزاء متساوية ويدعى المحسنون إلى الاكتتاب فيها بمعنى أن يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرع به في وجه مسمى من وجوه البر حددته نشرة الاكتتاب أي تعيين عدد من الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب التبرع بها (بن عزة و يونس 2014، ص253).

3. تنوع المحفظة الاستثمارية كمدخل معتمد لإدارة المخاطر في البنوك الإسلامية:

تمكنت بعض البنوك الإسلامية من اعتماد تنوع المحفظة الاستثمارية كآلية تمكنها من التحكم في المخاطر التي تتعرض لها، خاصة في ظل التطور الكبير الذي عرفته الصكوك الإسلامية من حيث حجم الإصدار.

1.3. تنوع الأدوات المالية في المحفظة الاستثمارية:

يرجع التأصيل النظري لتنوع المحفظة الاستثمارية إلى الإيطالي Bruno de Finetti (1906-1985) -عالم رياضيات بارز، احصائي وفيلسوف اقتصادي، له أكثر من 280 مقال علمي- سنة 1940 في دراسته لمشكلة قرارات إعادة التأمين النسبية Proportional Reinsurance Decisions، والتي تعتبر نموذجاً خاصاً من المشاكل التي تواجه اختيار المحفظة الاستثمارية وقد ظلت معرفة هذه الحقيقة مقتصرة على الأوساط الإكتوارية الأوروبية فقط لأكثر من 65 سنة، وإلى غاية إقرار "ماركوفيتز" بها عبر مقال له حمل عنوان Markowitz Finetti Scoops سنة 2009 (خيارى و بوداح 1017، ص933).

1.1.3. مفهوم التنوع: يقصد بالتنوع التعدد والتنوع في محفظة الاستثمار فيما بين استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل في أصول مالية متنوعة ولمؤسسات متعددة في قطاعات اقتصادية مختلفة محلياً و/أو دولياً لتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة (صباطوري 2018/2019، ص15)، وهو ذلك القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب عليه أثر على حجم العائد، حيث يسمح بالتنوع بتخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد أو تعظيم هذا الأخير عند مستوى مقبول من الخطر، ويمكن تجزئة الخطر الكلي للمحفظة إلى نوعين هما (مدني و نورين 2018، ص54):

- الخطر غير المنتظم: والخاص بمحفظة معينة ويتم تخفيضه عن طريق التنوع القطاعي؛
- الخطر المنتظم: والخاص بالسوق عامة ويتم تخفيضه عن طريق التنوع الدولي.

ومنه فتنوع الأوراق المالية من عدد مختلف من القطاعات يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة، بينما يعمل التنوع الدولي بشراء أوراق مالية من البورصات الخارجية على خفض المخاطر المنتظمة دون التأثير على عائد المحفظة.

2.1.3. استراتيجيات التنوع: تتعدد الاستراتيجيات المعتمدة في التنوع، وفيما يلي أهمها:

أ. استراتيجية تنوع جهة الاصدار: ويقصد به عدم استثمار الأموال في أوراق مالية تصدرها جهة واحدة مهما كانت درجة جدارتها، وهناك أسلوبان شائعان لهذه الاستراتيجية من التنوع:

- أسلوب التنوع الساذج:

ويعبر عن زيادة عدد الاستثمارات- الأصول المالية- التي تضمها المحفظة مما يؤدي لخفض المخاطر غير المنتظمة، بينما لا يؤثر في تخفيض المخاطر المنتظمة، ويتم فيه اختيار الأصول المكونة للمحفظة عشوائيا دون دراسة وتحليل لهذه الأصول.

ويظهر جليا أن حجم المخاطر غير المنتظمة على علاقة عكسية مع عدد الأوراق المالية في المحفظة، فهي تتناقص تدريجيا كلما زاد عدد الأوراق المالية حتى تستقر عند 15 ورقة (حسب دراسة قام بها Even And Archer, 1968) أين يصبح إضافة ورقة أخرى لا يجدي نفعا في تدنية هذا النوع من المخاطر، بينما لا تتأثر المخاطر المنتظمة بتاتا بعدد الأوراق المالية في المحفظة.

إن التنوع العشوائي لمكونات المحفظة المالية وزيادة عدد الأوراق المالية بها قد يؤدي إلى نتائج غير مرغوبة لدى المستثمر منها صعوبة إدارة المحفظة، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة وكذا تكاليف العمولات للوسطاء، واتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة، بالإضافة إلى ارتفاع متوسط تكاليف الشراء (شيبب 2015، ص 51).

- التنوع بأسلوب ماركويتز:

ويطلق عليه التنوع الكفاء أو التنوع المثالي، ويقوم على أساس تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية، بناء على دراسة وتحليل درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، فإذا كانت العلاقة عكسية أو منعدمة ($r < 0$) فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تكون ضعيفة أو معدومة، أما لو كانت العلاقة طردية ($r > 0$) بين عائد تلك الأوراق المالية فالمخاطر تكون عالية لأنها المتوسط المرجح لمخاطر الأصول مجتمعة؛ وعليه فهذا الأسلوب في التنوع ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة (نعاس و زواوي 2015، ص 125).

ب. استراتيجية تنوع تواريخ الاستحقاق:

وفيه يتم توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة المالية بين الأوراق طويلة الأجل والأوراق قصيرة الأجل، وأنواعه ثلاثة هي (هندي 1994، ص 236):

- الأسلوب الهجومي: والذي يقوم على التحول المستمر من الأوراق قصيرة الأجل إلى الأوراق طويلة الأجل وفقا للظروف السائدة في السوق وتوجهاته صعودا ونزولا، ولا يلجأ البنك إلى استخدام هذا الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار لديه على درجة عالية من الكفاءة.

- تدرج تواريخ الاستحقاق: ويقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقتضي قيام البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل: ويقوم على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من 3-7 سنوات)، حيث تسهم الاستثمارات قصيرة الأجل في مواجهة متطلبات السيولة بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية، وعليه يقتضي هذا الأسلوب توزيع اعتمادات المحفظة مناصفة بين الاستثمارات التي تتفاوت آجال استحقاقها بين القصير والطويل بناء على توقعات وتنبؤات إدارة المحفظة.

ت. استراتيجية التنوع الدولي:

يقصد به الاستثمار في أصول ومنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي والعملات، وذلك للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية في سوق المال المحلية.

إن التنوع الدولي يؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفرا أو سالبا أو موجبا غير تام ($r < 1$)، وقد أثبتت الدراسات أن معامل الارتباط بين العائد على السندات في الوم أوالعائد على السندات في الدول الأوروبية لا يتجاوز (0.3) في المتوسط، كما أن معامل الارتباط بين عوائد الأسهم لا يزيد عن (0.5) في المتوسط (صاطوري 2019/2018، ص 17)، ويهدف هذا التنوع إلى تخفيض المخاطر المنتظمة وتحسين الأداء الكلي للمحفظة ويتميز بمجموعة من الخصائص (عبو و بوفليج 2013، ص 51):

- تنوع الأصول: لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية؛

- التنوع الجغرافي: لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول، وعدم الاقتصار على منطقة جغرافية واحدة؛

- تنوع العملات: إذ أنه بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة تنوع أيضا العملات المشكلة للمحفظة التي تقيم بها هذه الأصول.

2.3. تطور صناعة الصكوك الإسلامية:

تعد الصكوك في الوقت الراهن من أهم أدوات التمويل في الصناعة المالية الإسلامية، إذ نما سوقها بطريقة ملحوظة ولاقي إقبالا متزايدا وذلك بسبب مساهمتها في تمويل المشروعات في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

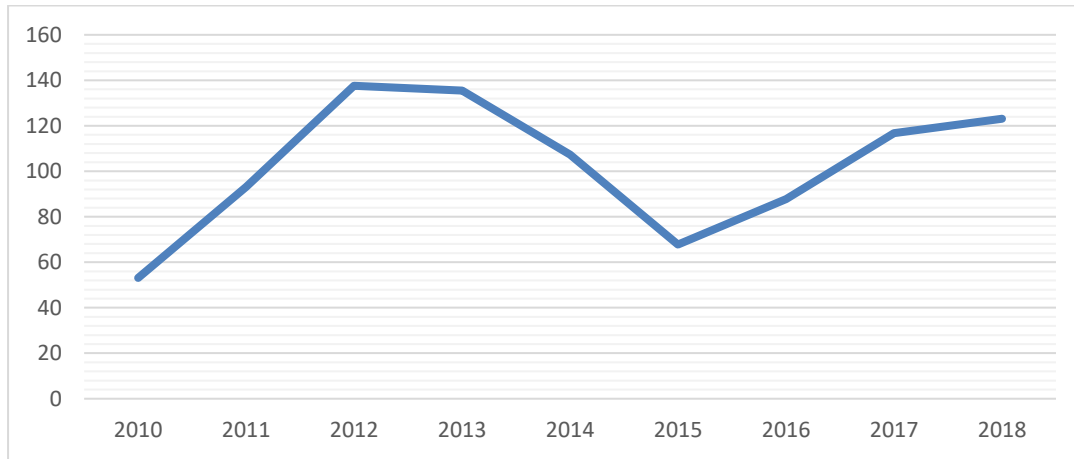
الجدول رقم (01): حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2010-2018). مليون دولار أمريكي

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة	53.125	93.173	137.599	135.557	107.3	67.818	87.784	116.717	123.15

Source: IIFM Sukuk Report, A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 8th ed, 2019, p 21.

لقد بلغ إجمالي الإصدار العالمي 123.15 مليار دولار أمريكي سنة 2018 بزيادة قدرت بنسبة 5% عن سنة 2017 فكانت قيمة الإصدارات 116.7 مليار دولار أمريكي.

الشكل رقم (01): حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2010-2018). مليون دولار أمريكي



المصدر: معطيات الجدول رقم (01).

تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي اختلف من دولة إلى أخرى، وهذا ما يمكن ملاحظته في الجدول الموالي خلال الفترة من سنة 2001 إلى غاية 2018.

الجدول رقم (02): حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالميا ومحليا حسب الدول (2001-2018) مليون دولار أمريكي

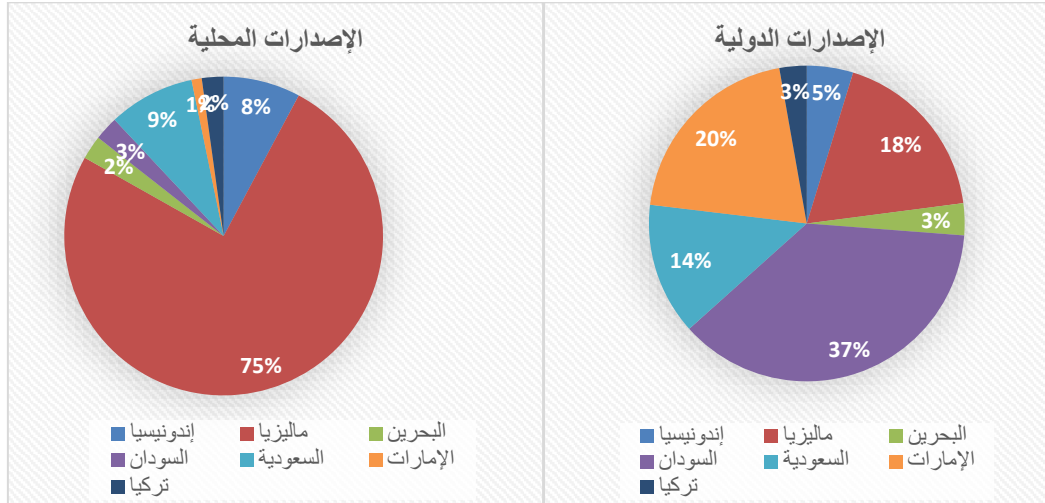
الدولة	إندونيسيا	ماليزيا	البحرين	السودان	السعودية	الإمارات	تركيا
الإصدارات الدولية	16.603	63.653	11.430	130	47.324	71.054	9.762
الإصدارات المحلية	62.889	606.468	19.453	19.516	70.492	8.324	17.711

Source: IIFM Sukuk Report, op.cit, p 41.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن ماليزيا تعتبر من بين أهم الدول المصدرة للصكوك الإسلامية على المستويين المحلي والدولي، وهذا ربما راجع، للقبول الواسع الذي تحظى به لدى المستثمرين المحليين، فضلا عن الجهود التي تبذلها ماليزيا فيما يتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية لاسيما منها ما يتعلق بالإطار القانوني والتركيز عليها في تمويل مختلف المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية على غرار مطار كوالالمبور وسيناي السريع (سليمان و آخرون 2018، ص63)، ومن جهة أخرى فإن كل من دول الخليج العربي، تركيا والسودان أيضا حققت إصدارات معتبرة للصكوك الإسلامية سواء منها المحلية أو الدولية.

والشكل البياني الموالي يظهر بيانات الجدول بشكل مفصل.

الشكل رقم (02): حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً ومحلياً حسب الدول (2001-2018) مليون دولار أمريكي



المصدر: معطيات الجدول رقم (02)

3.3. نموذج صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض في تنوع المحفظة الاستثمارية في دولة الكويت:

1.3.3. التعريف بصندوق بوبيان متعدد الأصول القابض:

هو صندوق مرخص من قبل هيئة أسواق المال الكويتية، يسعى لتحقيق عائد على الأموال المستثمرة بطريقة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في صناديق استثمار أخرى إسلامية مرخصة من قبل الجهة الرقابية الرسمية في بلد المنشأ.

أنشئ الصندوق بتاريخ 16 أبريل 2016 من طرف بنك بوبيان كإيصال للاستثمار بحد أدنى للاكتتاب قدر بـ 5000 دولار أمريكي مقابل 1% من الأرباح السنوية كأتعاب الإدارة، يعتمد الدولار الأمريكي كعملة أساسية، يشرف على التدقيق الشرعي له شركة المشورة والراية للاستشارات المالية الإسلامية، مقره الأساسي دولة الكويت، وتنتشر فروعه في عديد دول العالم، حيث يمتلك الصندوق استثمارات متعددة، (بوبيان كإيصال 2020، ص 4) يبينها الجدول التالي:

الجدول رقم (03): أكبر 5 استثمارات مملوكة لصندوق بوبيان متعدد الأصول القابض لسنة 2022.

الاسم	نوع الاستثمار	نسبة الاستثمار من إجمالي الصندوق
Franklin Global Sukuk Fund	الدخل الثابت	31.67%
Emirates Global Sukuk Fund	الدخل الثابت	24.01%
IShares MSCI USA Islamic ETF	أسهم	11.17%
Comgest Growth Europe S Fund	أسهم	7.22%
IShares MSCI EM Islamic ETF	أسهم	6.67%

المصدر: التقرير الشهري، فيفري 2022. صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض، الكويت، ص 01.

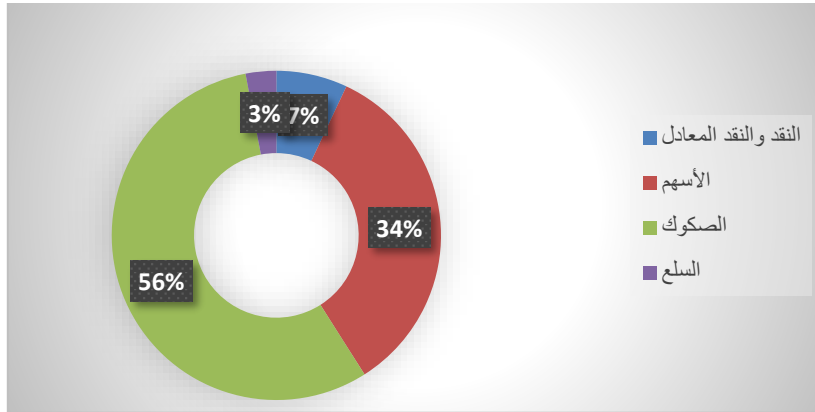
ويهدف الصندوق إلى السعي لتحقيق عائد على الأموال المستثمرة بطريقة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في صناديق استثمار أخرى إسلامية مرخصة ومراقبة من قبل الجهة الرقابية الرسمية في بلد المنشأ، وتعد استثمارات الصندوق لتشمل استثمارات محلية وعالمية، وفئات وقطاعات مختلفة حيث تضم (صندوق بوبيان فيفري 2022، ص 1):

- الاستثمار بالدولار الأمريكي؛
- الاستثمار في صناديق استثمارية محلية وعالمية؛
- الاستثمار في فئات أصول مختلفة؛
- الاستثمار في قطاعات مختلفة؛
- جميع الاستثمارات مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛
- إمكانية الاشتراك والاسترداد شهرياً؛
- القدرة على الاستثمار سواء بشكل مباشر أو من خلال التحويل الشهري.

2.3.3. استراتيجية الصندوق في تنوع محفظته الاستثمارية وأدائه:

يلتجج الصندوق استراتيجية محكمة لتنوع أصول محفظته الاستثمارية عبر توزيع الاستثمارات الخاصة على أنواع مختلفة من الأصول، فحسب النشرة الدورية الأخيرة الصادرة عن إدارة الصندوق بتاريخ 31 مارس 2021 فإن المحفظة الاستثمارية للصندوق تضم ما يلي: النقد والنقد المعادل 7% من موجودات الصندوق، الأسهم 34% من موجودات الصندوق، الصكوك 56% من موجودات الصندوق، السلع 3% من موجودات الصندوق، كما يظهره القرص البياني الموالي.

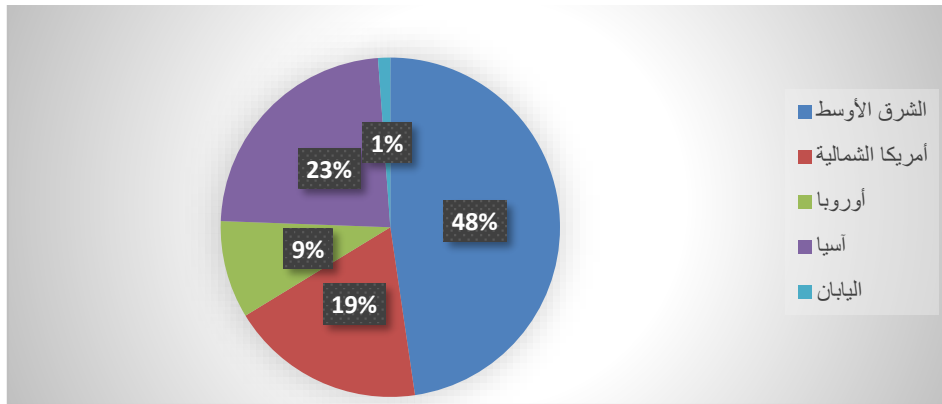
الشكل رقم (03): استراتيجية تنوع الاستثمارات المعتمدة في صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض



المصدر: التقرير الشهري، فيفري 2022. صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض، الكويت، ص02.

أيضاً يوزع الصندوق استثماراته جغرافياً على مستوى الصناديق المستثمر بها في شتى دول العالم كما يلي: الشرق الأوسط 41% من مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية (الأسهم + الصكوك)، أمريكا الشمالية بـ 16% من مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية، أوروبا بـ 8% من مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية، اليابان بـ 1% من مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية، آسيا بـ 20% من مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية.

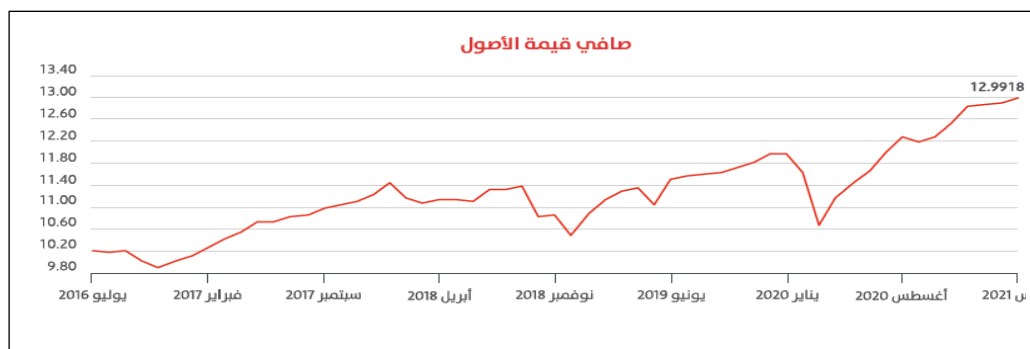
الشكل رقم (03): استراتيجية التنوع الجغرافي المعتمدة في صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض



المصدر: التقرير الشهري، فيفري 2022. صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض، الكويت، ص02.

بناءً على البيانات الواردة في النشرة الدورية للصندوق والصادرة بتاريخ 31 مارس 2021 فقد بلغ صافي قيمة الأصول للوحدة 12.9918 دولار أمريكي، بمتوسط العائد الشهري المتراكم للصندوق بـ 0.73% وعائد متوسط سنوي حوالى: 21.63%، كما حقق الانحراف المعياري نسبة: 7.38%، في حين بلغت نسبة شارب (مؤشر أداء الصندوق) القيمة: 0.096%.

الشكل رقم (04): تطور صافي قيمة الأصول للصندوق (يوليو 2016-مارس 2021) دولار أمريكي



المصدر: التقرير الشهري، فيفري 2022. صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض، الكويت، ص 02.

يظهر جليا من الرسم أعلاه أن صافي قيمة الأصول في ارتفاع مستمر- أغلب الفترات- ومتزامنا مع سياسة البنك في فتح فروع جديدة في شتى أنحاء العالم واجتهاده في تنوع محفظة أصوله، وعليه يمكننا القول إن بنك بوبيان كإبتال للاستثمار قد نجح في الاستفادة من تقنية التنوع بشقها – تنوع الأصول+ التنوع الجغرافي- من أجل تقليص المشاكل التي تحول دون تحقيق أهداف البنك- ممثلة بالمخاطر بأنواعها- وكذا الارتقاء بأدائه.

3. نتائج وتوصيات

خلص البحث إلى جملة من النتائج والتوصيات وهي كما يلي:

- المخاطر المصرفية هي تلك الانحرافات التي تنشأ نتاج تحقق نتائج غير مطابقة للأهداف المسطرة.
- تعتمد البنوك على التنوع من خلال استثمار أموالها في العديد من الأصول المادية منها والمالية إضافة إلى التنوع على القطاعات والتنوع الجغرافي.
- يتبع صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض استراتيجية محكمة لتنوع أصول محفظته الاستثمارية عبر توزيع الاستثمارات الخاصة
- يوزع صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض استثماراته جغرافيا على مستوى الصناديق المستثمر بها في مختلف دول العالم كأمريكا الشمالية، آسيا، إفريقيا وأوروبا.
- صافي قيمة أصول صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض في ارتفاع مضطرد وذلك تزامنا مع سياسة البنك في فتح فروع جديدة في شتى أنحاء العالم واجتهاده في تنوع محفظة أصوله.

4. خاتمة:

إن إدارة المخاطر هي مفهوم ضارب في عمق في الاقتصاد الإسلامي وتستمد مشروعيتها من مقاصد الشريعة الخمسة كونها حفظ للمال، وقد عمد مدراء المحافظ والصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى استغلال هذه النقطة أحسن استغلال من خلال عدة استراتيجيات أبرزها سياسة التنوع الذي أكد فاعليته في التخفيف من المخاطر المختلفة.

يعتبر صندوق بوبيان متعدد الأصول القابض من الأمثلة الحية على الأثر الإيجابي لاستخدام أسلوب التنوع بشقيه تنوع الأصول والتنوع القطاعي والجغرافي في إدارته للمخاطر المختلفة وإبقائها عند الحدود الدنيا أو تحويلها إلى أطراف أخرى، وهذا حسب المعطيات المالية المصرح بها من طرف الصندوق.

5. المراجع:

أ. القرآن الكريم
ب. الكتب:

1. ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، جمهورية مصر العربية، دون طبعة، دون سنة نشر، جزء 28.
2. أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، الطبعة 1، 2014.
3. أسامة عبد الخالق الأنصاري: إدارة البنوك التجارية والبنوك الإسلامية، كتب عربية، بدون سنة نشر.
4. جمال الدين عطية، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم، التقليد والاجتهاد، النظرية والتطبيق. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة 2، 1993.
5. دريد كامل آل شبيب: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الطبعة 2، الأردن، 2015.
6. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال-التحديات الراهنة-. درا المريخ، الرياض، 2000.
7. علي معي الدين القرّة داغي: أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للتنمية والتدريب، جدة، 2003.
8. محمد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء لندنيا للطباعة والنشر، الطبعة 1، الإسكندرية، 2007.
9. منير إبراهيم هندي: إدارة المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1994.
10. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة، البحرين، 1431 هـ-2010 م.
11. المجالات العلمية:
12. أحمد مدني، نورين بومدين: دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا-، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد 3، 2018.
13. اخلاص باقر هاشم النجار، تأملات فكرية لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الخليجي، جامعة البصرة، العراق، المجلد 33، العدد 32، جوان 2017.

14. إلياس سليمان وأخران: آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، مجلد 04، العدد 07، ديسمبر 2018.
15. هشام بن عزة، صبرينة يونس. دور الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 3، ديسمبر 2014.
16. بن موسى كمال: المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباح، العدد 03، 2004.
17. تلي فريدة، بن بريكة الزهرة: استخدام النموذج الكمي Z-SCORE لقياس الاستقرار والسلامة المصرفية- دراسة تطبيقية حول مصرف دبي الإسلامي من الفترة (2011-2016)، مجلة العلوم الانسانية، العدد 8، ديسمبر 2017.
18. خيارى ايمان، بوداح عبد الجليل: دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تنوع المحفظة الاستثمارية- دراسة قياسية-، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04، المجلد 02، جوان 2017.
19. زاوي الحبيب، نعام مريم نجاة: قياس أمثلة المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية حالة أسهم بورصة الجزائر مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، جوان 2015.
20. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية اسلامية، المجلد 20، العدد 01، ص 5.
21. سناء نزار، موسى رحمانى: دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال- دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2000-2014)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 19، جوان 2016.
22. عبو ربيعة، نبيل بوفليح: دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 1، العدد 3، نوفمبر 2013.
23. عبو ربيعة، نبيل بوفليح: دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 1، العدد 3، نوفمبر 2013.
24. علي محبوب، علي سنوسي: قياس المخاطر التشغيلية في البنوك التجارية دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والمصارف الإسلامية باستخدام تقنية مؤشر Z-SCORE لقياس الاستقرار المالي بالتطبيق على مصر، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06 العدد 03، جانفي 2020.
25. عمر عبو: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد 18، جوان 2017.
26. قروي عبد الله: صكوك الإجارة كآلية مستحدثة في تمويل الانفاق الحكومي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 03، مارس 2018.