

آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

أ.عماري صليحة      أ.سعدان آسيا

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بقالة -

- الجزائر

عنوان المداخلة:

## الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها

**الملخص:** في ظل تطور الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة، انتشارها عالميا وتسجيلها لمعدل نمو سنوي متزايد، احتلت الصكوك الإسلامية مكانة هامة ضمن تعاملات سوق رؤوس الأموال كواحدة من أهم الأدوات المالية التي أظهرت بمختلف أنواعها نجاحا متميزا بعدما لاقت من اعتراف دولي بها كمنتج مالي إسلامي يستجيب لتعبئة الموارد وتمويل المشاريع.

وتتبع أهمية الصكوك الإسلامية من خلال اتسامها بميزات خاصة أهمها: التنوع والتجديد، الانتشار المتسارع لها، القدرة على العمل ضمن ضوابط وآليات للتداول تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية.

لقد استطاعت الصكوك الإسلامية أن تجد لها حيزا ضمن السوق المالية الدولية، إلا أنّ التعامل بهذه الصكوك أفرز العديد من المخاطر المرتبطة بها، الأمر الذي تطلب ابتكار آليات وأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية لإدارة هذه المخاطر والتحوط منها.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، الصكوك الإسلامية، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

**Abstract:** The recent years have witnessed the evolvement of Islamic Sukuk, their spread worldwide and their increased annual growth rate, Islamic Sukuk won an important place within capital market transactions as one of the most important financial instruments that showed different kinds of distinctive success after having received an international recognition as an Islamic financial product that responds to resource mobilization and financing projects.

Islamic Sukuk got their importance through some characteristics: diversity and innovation, rapid deployment, the ability to combine economic efficiency and credibility of legitimacy. Islamic Sukuk were able to their place in international financial market. But the deal with these Sukuk has produced many risks. The fact that required the innovation of mechanisms and tools compatible with Islamic law in order to manage these risks and to take precautions.

**Keys World:** Financial Engineering, Islamic sukuk, managing sukuk's risks. □ □

#### المقدمة:

شهدت الصكوك الإسلامية نموا مظهردا خلال السنوات الأخيرة بفعل تزايد الطلب العالمي عليها كأحد أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى خاصة تلك المتعلقة بمشروعات البنية التحتية المختلفة من كهرباء ومياه وطرق وسكك حديدية، الأمر الذي جعلها الصيغة الأكثر اجتذابا لحكومات دول كثيرة، والأداة الأوسع نجاحا ضمن منظومة الصيغ التمويلية الإسلامية. وعلى الرغم من توافق الصك الإسلامي مع ضوابط الشريعة الإسلامية إلا أن عملية إصداره وتداوله لا تخلو من المخاطر، الأمر الذي استوجب ضرورة توفر آليات تساهم في إدارة مثل هذه المخاطر من خلال تقاضي وقوعها، التقليل من حدتها أو نقلها لطرف آخر مستعد لتحملها كشركات التكافل والتأمين. ولقد ساهمت الأهمية التي اكتسبتها الصكوك الإسلامية في إلقاء الدور على عاتق الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر الصكوك، وذلك بتركيز الجهود من أجل ابتكار وخلق وتجديد آليات تسمح بإدارة مختلف المخاطر التي من الممكن التي تعترض تقنية التصكيك وعملية تداول منتجاته.

**أهمية الدراسة:** تتجلى أهمية هذا البحث في إبراز الدور الذي من الممكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في دعم تواجد المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة قدرتها التنافسية، وهذا ما حث الكثير من الباحثين وصناع القرار على الاهتمام بالموضوع، سواء من جانبه النظري أو التطبيقي، ولقد ازدادت أهمية الصكوك الإسلامية حجم إصداراتها من جهة بعد أن اكتسح استخدامها حتى من الدول الغربية ولثبات مردوديتها خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

**الإشكالية:** في ظل بزوغ الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة من جهة، وبروز الصكوك الإسلامية كأحد أهم الصيغ التمويلية الإسلامية التي أفرز تطبيقها عن تنوع ونمو ملحوظ في صناعتها خلال السنوات الأخيرة، لاسيما بعد أن تأكد انتعاشها وتحقيقها لمردود ايجابي بأوج تداعيات هذه الأزمة من جهة أخرى، نطرح الأشكال التالي: ما هو الدور الذي تقوم به الصكوك الإسلامية وما هي المخاطر التي تعترض نشاطها؟ وكيف يتم إدارة هذه المخاطر؟

**فرضيات البحث:** تأسيسا على إشكالية البحث، فإن هذه الدراسة تسعى الى اختبار صحة الفرضيات التالية:

- تتعدد أنواع الصكوك بتنوع صيغ التمويل في فقه المعاملات الإسلامية.
- يساعد وجود الصكوك الإسلامية في تعميق دورها كآلية تمويلية تساهم في تنمية الاقتصاديات.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- إنّ التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية مرتبط بما تجود به الهندسة المالية الإسلامية من منتجات يعتمد عليها للتحوط من تلك المخاطر.

**أهداف الدراسة:** يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- تسليط الضوء على الصكوك الإسلامية من خلال تحديد مفهوم لها وإبراز خصائصها التي تميزها عن بقية صيغ التمويل الإسلامية الأخرى، مع التعرض لأهم أنواع الصكوك الإسلامية والوقوف على الأهمية التي تكتسبها في ظل تزايد الطلب عليها كآلية تمويلية رائدة.

- تحليل الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية وتبيان تطورات حجم إصداراتها على المستوى العالمي بصفة عامة وعلى مستوى دول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة مع تفسير العوامل المساهمة في احداث كل تلك التطورات.

- إبراز أغلب المخاطر التي تعترض نشاط الصكوك الإسلامية ، والوقوف على الآليات المتاحة لإدارة هذه المخاطر.

**المنهجية وأدوات الدراسة وحدودها:** قصد الإجابة على الاشكالية واختبار مدى صحة الفرضيات اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي، كحتمية أملتنا علينا طبيعة الموضوع لأننا بصدد جمع وتلخيص الحقائق المرتبطة بالظاهرة محل الدراسة، وقد قمنا باستخدام العديد من الأدوات ومنها:

- الاستعانة بالكتب والمجلات والملتقيات والمؤتمرات التي تعرضت لجانب أو أكثر من هذا الموضوع.

- الاضطلاع على نتائج بعض الندوات والورشات التي تناولت موضوع البحث وناقشته بكامل مكوناته.

**محتويات الدراسة:** قمنا بتقسيم هذه الدراسة الى محاور هي:

المحور الأول: الصكوك الإسلامية المفهوم، الأهمية، والأنواع.

المحور الثاني: الصكوك الإسلامية: أدوارها الاقتصادية وتطور حجم إصداراتها.

المحور الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها.

#### المحور الأول: الصكوك الإسلامية المفهوم، الأهمية، والأنواع:

##### 1- مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها:

الصكوك والصكوك لغة: جمع صك، وهو المكتوب الذي يتضمن حقا أو مالا ونحوه<sup>(1)</sup>، ولذلك فهو يمثل وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها بملكيتها جزءا مشاعا لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون والتزامات ومنافع وخدمات<sup>(2)</sup>.

أما اصطلاحا: فحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن: "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله<sup>(3)</sup>"، أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية فقد عرف الصك الإسلامي على أنه: "حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة<sup>(4)</sup>"، في حين ورد تعريف للصكوك الإسلامية من خلال تحديد مفهومها واضحا للتصكيك بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، حيث اعتبره على أنه "إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه<sup>(5)</sup>".

انطلاقا مما سبق نجد أنّ كل التعاريف السابقة تصب في نفس النسق، وهو أنّ الصكوك الإسلامية هي عبارة عن أداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات المالية بهدف خلق أداة مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وعليه فهي لا تخرج عن نطاق كونها أوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحا شرعا ويتم إصدارها وفقا لضوابط شرعية متوافقة مع شريعة الاسلام.

انّ المتتبع لمفهوم الصك المالي يجد أنّ هذا الأخير يختص بمجموعة من السمات نذكر أهمها في<sup>(6)</sup>:

- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حقه فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.
- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- أن ماليكها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.
  - أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فلا بد من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة شخص واحد.
  - إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع الدعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح والاحتياطي والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به خلال نشرة الإصدار وحق الشفعة وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
  - أن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة الصكوك.
- 2- أهمية الصكوك:** اكتسبت الصكوك الإسلامية أهمية واسعة خلال السنوات الأخيرة وذلك بفعل ما توفره من منافع عامة نختصر أهمها في<sup>(7)</sup>:
- أنها تعتبر من أفضل الصيغ التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والقادرة على جذب أموال كبيرة لأجل تمويل الاستثمارات الضخمة وتحقيق الأرباح.
  - أنها تمكن من جمع الأموال من أصحابها واستثمارها في اقتناء الموجودات المدرة للدخل لكونها موظفة في نوع من النشاط الاقتصادي، الأمر الذي يهيئ لقطاع الأعمال الحصول على الموجودات المطلوبة للنشاط بأقل تكلفة تمويل ممكنة، كما يهيئ لحملة الصكوك المشاركة في الدخل الناجم عن النشاط الاقتصادي.
  - أنها أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
  - أنها تعتبر قناة استثمارية جيدة للذين يريدون استثمار أموالهم في مشروعات كبرى قصد الحصول على أرباح بطرق شرعية، وفي نفس الوقت يرغبون بالحفاظ على امكانية استرداد أموالهم عن طريق البيع في السوق الثانوية حال احتياجهم للسيولة.
  - أنها تقدم أسلوبا جيدا لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير سيولتها فان كانت لها فائض سيولة اشترت صكوكا وان كانت بحاجة سيولة باعت صكوكا.
  - أنها وسيلة للتوزيع العادل للثروة فإنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناجم من المشروع بنسبة عادلة وبهذا تنتشر الثروة على نطاق واسع دون ان تكون دولة بين الاغنياء المعدودين. وعليه فان تنامي عمليات التصكيك والتوسع في إصدار الصكوك الإسلامية بحسب احتياجات المدخرين والمستثمرين والحكومات سوف يؤدي حتما الى تزايد حجم تداولاتها وهو ما يساهم في تنشيط السوق المالي الإسلامي ورفع كفاءته.

**3- الأنواع التي تتخذها الصكوك الإسلامية:** تتنوع الصكوك الإسلامية بتنوع ما تقوم عليه من صيغ تمويلية إسلامية بل انها تتعدد أكثر اذا ما تم الجمع بين هذه الأخيرة لابتكار صيغ حديثة لا تتعارض مع

- مبادئ الشريعة الإسلامية وكانت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية قد حددت أربعة عشر نوعا من الصكوك التي تتماشى وضوابط الشريعة الإسلامية وفي مايلي سنذكر أهمها وهي:
- **صكوك الإجارة:** هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر من اجل استثمار حصيلتها في شراء أصول انتاجية على أن يعاد تأجيرها الى مستخدميها ومعنى ذلك أنها تقع على اعيان تصلح لاستغلال منفعتها، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبيا، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل، ويمكن ان تنتهي الاجارة بالتمليك اذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة للمستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقا، يقسم على حاملي الصكوك حسب حصة كل واحد منهم وحسب الاتفاق في العقد<sup>(8)</sup>. وتعتبر صكوك الاجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الاجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة، بالإضافة إلى توفيرها لثلاث تصنيفات تتيح الاختيار بينها بحسب الاحتياجات حيث نجد: صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات.
  - **صكوك السلم:** وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال لاستلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها<sup>(9)</sup>.
  - **صكوك الاستمناع:** وهي تشكل رأس مال لاستمناع سلع ثم تكون هذه السلع المستمنعة دينا في ذمة البائع لصالح المستمنع وهو حملة الصكوك<sup>(10)</sup>، كما يمكن اعتبارها شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقا لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصا شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة. حيث تقوم الجهات المصدرة لصكوك الاستمناع بتكوين شركات ذات قدرة وخبرة في تصنيع السلع بمختلف أنواعها من الصناعات<sup>(11)</sup>.
  - **صكوك المزارعة، المساقاة والمغارسة:** ان صكوك المزارعة هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول، أما المرتبطة بالمساقاة فهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعاياتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة، في حين تعتبر صكوك المغارسة وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس<sup>(12)</sup>.
  - **صكوك المرابحة<sup>(13)</sup>:** هي صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مرابحة، بحيث تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحامل الصكوك، وتعتبر عملية استصدار صكوك مرابحة ممكنا فقط في حالة السوق

الأولي، وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل والمشروع محل المراجعة، بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المراجعة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر دينا، وبيع الدين لايجيزه الفقهاء ولكن توجد بعض الآراء التي تجيز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى كتعاقدات الاجارة أو المشاركة أو المضاربة.

- **صكوك المضاربة:** تمثل صكوك المضاربة أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوفر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول ومعلومية رأس المال ونسبة الربح<sup>(14)</sup>، ويمكن إصدار صكوك المضاربة على نوعين<sup>(15)</sup>:

أ - صكوك المضاربة المطلقة طويل الأجل: تكون مدتها عشر سنوات او عشرين سنة ولا تكون مخصصة لمشروع معين، وإنما يحول للمضارب استثمارها في اي مشروع وتبين في كل سنة الارباح التي تحققت أو الخسارة إن حدثت، وفي حالة تحقق الارباح تصرف سنويا على أصحاب هذه الصكوك.

ب - صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل: تبقى بنفس شروط النوع السابق من المضاربة مع شرط الاتفاق على نوعية المشروع الممول، وهي تحدد بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع والذي يكون احيانا متوسط وقصير الاجل.

- **صكوك المشاركة:** تعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في صكوك المضاربة أنّ المال كله من طرف ( أو مجموعة أطراف) بينما في صكوك المشاركة نجد أنّ الجهة الوسيطة ( التي تصدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة<sup>(16)</sup>، وتتخذ هذه الصكوك شكلين هما<sup>(17)</sup>:

أ - صكوك المشاركة الدائنة: هي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع امكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء اكانت الادارة للمصدر او لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع او انشاء المشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

ب - صكوك المشاركة المحدودة: هي الصكوك المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع او بانتهاء الدورة الصناعية.

من خلال تتبع كامل أنواع الصكوك الإسلامية السابقة نجد أنّ:

- الصكوك هي حصة شائعة في مشروع مدر للربح، أو حصة في مشروع يتوقع أن يكون مدرا للربح، بحسب دراسات الجدوى للمشروع.

- عوائد الصكوك هي عوائد ناتجة عن ربح حقيقي، وفي حال عدم تحقق الأرباح فإن مالك الصك يعتبر شريكا في الربح والخسارة بحسب المفهوم الإسلامي للاستثمار.
- الصكوك هي ورقة مالية تمثل أصولاً حقيقية ملموسة ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها.
- الصكوك الإسلامية أداة مثالية بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وليس هناك تحفظ على التعامل بها بيعا وشراء في المؤسسات المالية الإسلامية كونها تخضع لمبادئ الشريعة الإسلامية.

### المحور الثاني: الصكوك الإسلامية: أدوارها الاقتصادية وتطور حجم إصداراتها:

- 1- الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية: تلعب الصكوك الإسلامية دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد، وذلك لما توفره من مزايا تمويلية نذكر أهمها<sup>(18)</sup>:
  - تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا.
  - تتيح للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطاتها.
  - تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
  - بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات.
  - تغطية جزء من العجز في الموازنة الذي أعتيد تغطيته بإصدار أوراق نقدية.
  - نشر الوعي الادخاري بين الجمهور وهذا بدوره يؤدي الى زيادة الوعي الاستثماري.
  - المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال ايجاد أوراق مالية اسلامية.
  - تنويع وزيادة موارد الدولة وذلك بالصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
  - توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية.
  - استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز البنكي.

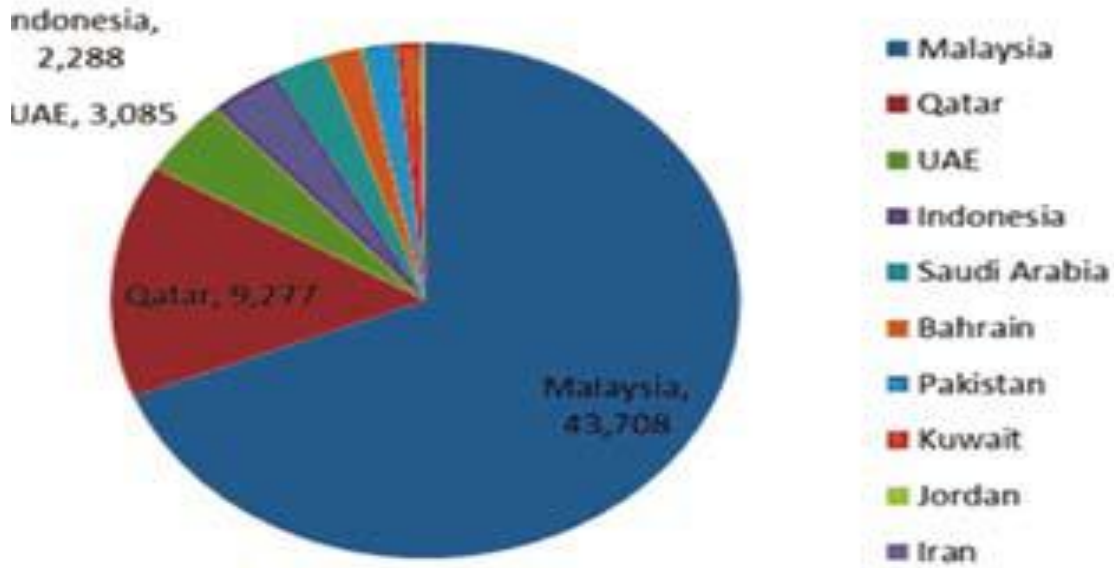
- 2- تطورات إصدارات الصكوك: بلغت قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة لغاية شهر سبتمبر 2011 ما يقارب 5,7 بليون دولار بارتفاع يعادل 9% عن نفس الفترة من العام الماضي، وأوضحت التقارير أن 63 بليون دولار من الصكوك قد صدرت خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2011، بزيادة مقدارها 90% عن حجم الإصدارات لنفس الفترة من عام 2010، وبالتالي فإن هذه الفترة تصنف ضمن أفضل السنوات من حيث الإصدارات ويرجع ذلك للمزيد من الإصدارات من المملكة العربية السعودية، وقطر، والإمارات وتركيا، واندونيسيا التي حققت قفزات نوعية في هذا النوع من أساليب التمويل الإسلامي، ناهيك عن أن المنطقة برمتها تشهد تحولات جذرية تتطلب مزيداً من الإنفاق على البنى التحتية، والمشاريع



### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

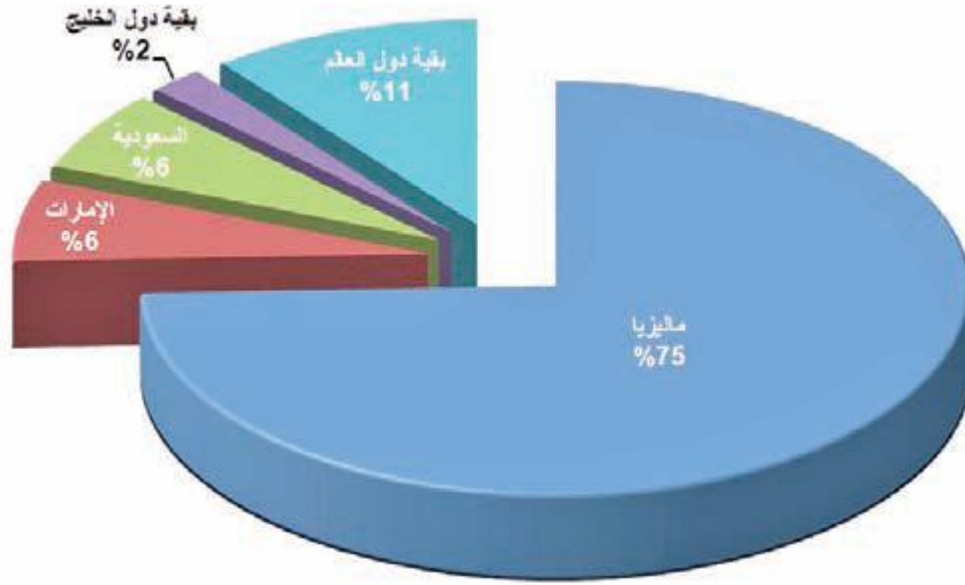
الإنشائية والبناء، والإعمار، مما يحتاج إلى مبالغ تمويلية ضخمة تعجز الأدوات الحالية عن توفيرها بالطريقة الأنسب لجميع الأطراف، كما هو الحال في الصكوك الإسلامية<sup>(19)</sup>.

الشكل رقم 01: حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بالدولار الأمريكي بحسب الدول للتسعة أشهر الأولى من عام 2011.



المصدر: خولة فريز النوباني، الصكوك الإسلامية: الفرص والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التسع عشر، العددين الثالث والرابع، السنة التاسعة عشر، ديسمبر 2011، ص 30.

الشكل رقم 02: إصدار الصكوك بكل دولة خلال 2010.



المصدر: يوبيان: 34 مليار دولار حجم الصكوك منذ بداية العام بنمو 49٪، العدد 1064، 18 أكتوبر 2010.

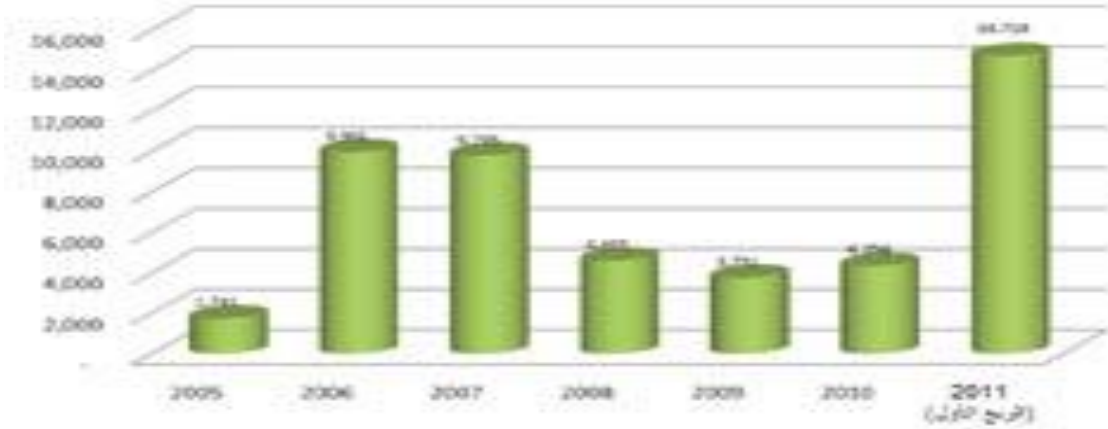
من خلال الشكلين السابقين نستنتج أنّ ماليزيا تعتبر الدولة التي مازالت تستحوذ وحدها على أكبر حصة في إصدار الصكوك عالميا بنسبة بلغت 43,708٪ خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2011، ولعل نجاح الصكوك بماليزيا يعود لعدة عوامل أهمها<sup>(20)</sup>:

- سن ماليزيا قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع للبنك المركزي الماليزي، إضافة إلى أن عضو الهيئة الشرعية للبنوك المحلية لا يجوز له أن يجلس على مجلس شرعي لبنك آخر.
- قامت ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعا بحثية متخصصة وهي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.
- وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام اعفاءات ضريبية جعل من البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.
- يولي البنك المركزي الماليزي اهتمام نوعي لتوفير رأس المال البشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي.
- قيام ماليزيا في سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بالتداول من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.
- كما شهدت دول مجلس التعاون الخليجي تطورا نوعيا مهما في إصدار الصكوك خلال نفس الفترة من سنة 2011، وبشكل ملحوظ في كل من دولة قطر، الإمارات العربية المتحدة والمملكة السعودية.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

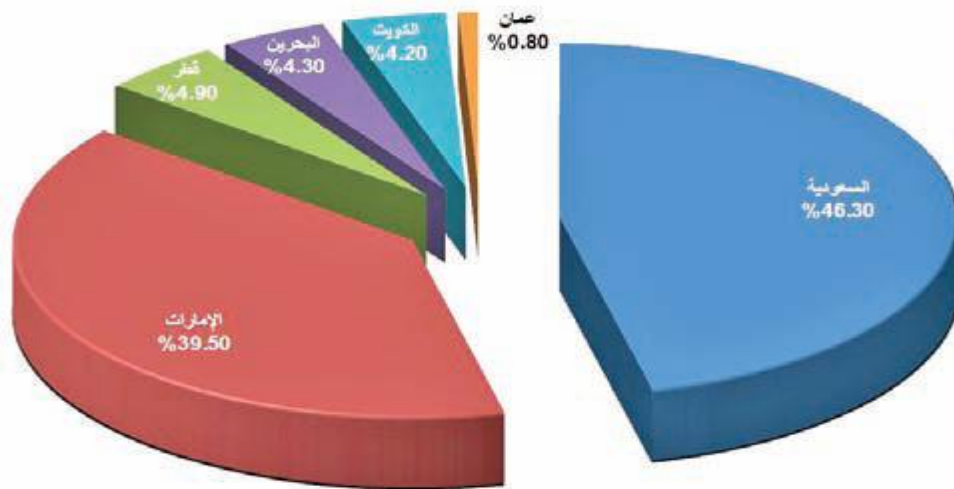
شكل رقم 03: قيم إصدارات الصكوك بدول الخليج - سنوي (مليون دولار)  
قيم إصدارات الصكوك بدول الخليج - سنوي (مليون دولار)



المصدر: تقرير حول الصكوك في الربع الأول لعام 2011، وحدة البحوث والدراسات والتقارير بينك بوبيان.

فمن حيث الكم فقد مثلت إصداراتها تقريبا نصف الإصدارات العالمية من الصكوك، ويرى العديد من المحللين أن عام 2011 يمثل العودة القوية لدول التعاون الخليجي حتى تعود إلى ما كانت عليه قبل الأزمة المالية العالمية في 2008 حينما وصلت إصدارات دول المجلس آنذاك إلى قرابة 10 مليارات دولار في عامي 2006 و 2007.

الشكل رقم 04: إصدار الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي.



المصدر: بوبيان: 34 مليار دولار حجم الصكوك منذ بداية العام بنمو 49٪، مرجع سبق ذكره. ويرجع النمو المسجل في حجم إصدارات الصكوك بمنطقة التعاون الخليجي، إلى السمات التي تختص بها صناعة الصكوك بهذه الدول والتي نختصرها في<sup>(21)</sup>:

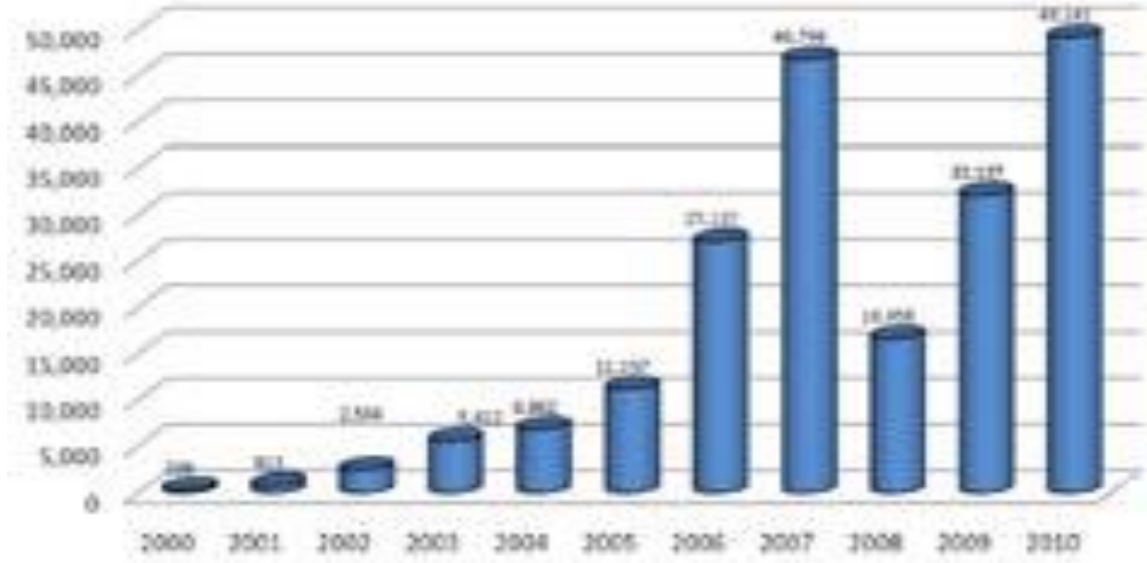
### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- عملت الحكومات الخليجية كشريك فاعل في تأسيس البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
  - هناك نمو كبير في الودائع لدى البنوك الإسلامية في الخليج العربي.
  - انفتاح التشريعات سمح بإنشاء نوافذ إسلامية لبنوك عالمية تقليدية.
  - احتضان مملكة البحرين لمؤسسات دولية منظمة للعمل المالي الإسلامي.
  - البيئة المحفزة لتطوير التمويل الإسلامي في الخليج العربي اعتمادا على اجمالي الطلب التنامي على أدوات مالية استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ويمكن اعتبار أن سوق الصكوك العالمية سجل عودة قوية خلال سنة 2010، بعدما كان قد تراجع نشاطه بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية حيث وصل عدد الصكوك المصدرة التي تم رصدها بواسطة جهات الرصد العالمية الشهيرة إلى حوالي 800 صك مختلفة الأنواع والأحجام بقيمة تجاوزت 49 مليار دولار وهو رقم قياسي جديد لم تصله الصكوك من قبل في تاريخها. فقد كانت أعلى قيمة وصلها إصدار الصكوك في عام 2007، حينما لامس سقف 47 مليار دولار في قفزة غير مسبوقه آنذاك حيث لم يكن يتجاوز حجم الصكوك المصدرة في عام 2005: 11 مليار دولار فقط، ثم قفزت في العام التالي 2006 إلى 26 مليار دولار وصولا إلى أعلى قمة وصلها الصكوك في 2007 قبل الأزمة المالية العالمية والتي تأثرت بها صناعة الصكوك كغيرها مما أدى إلى تراجع الإصدارات إلى 17 مليار دولار في عام 2008 وسرعان ما استعادت الصكوك توازنها وثقة المدخرين بعدما أظهرت ثبات في مواجهة الأزمة وتحقيقها لعائدات مجزية وصلت خلال الأزمة إلى 7٪ وهي معدلات يمكن اعتبارها كبيرة مقارنة بأية أداة أخرى خلال عام 2009 وتصل إلى 32 مليار دولار وهو رقم جيد إلا أنه ظل أقل من قيمة 2007 ويمكن القول أن بداية الانتعاش في إصدار الصكوك كانت في منتصف 2009 وازدادت وتيرته مع بداية سنة 2010<sup>(22)</sup>.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

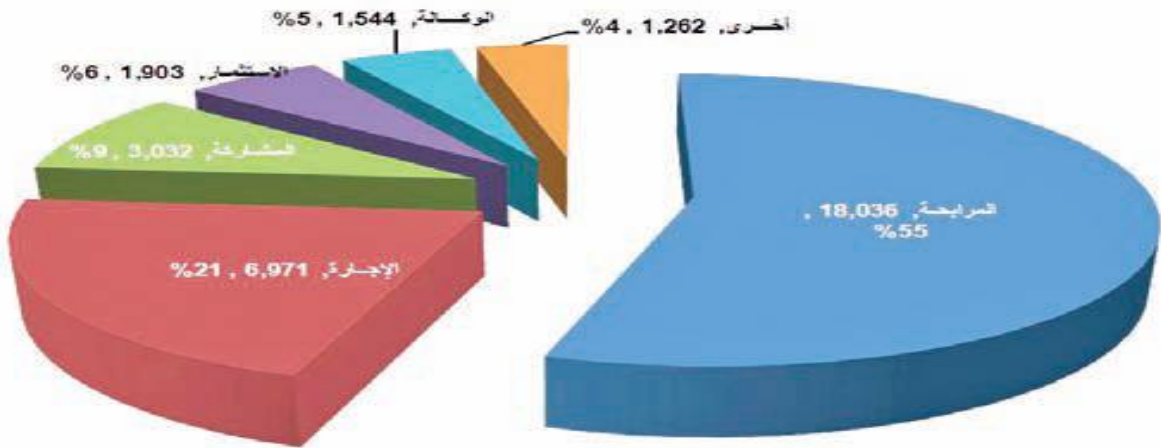
شكل رقم 05: قيم إصدارات الصكوك عالميا سنوي ( مليون دولار) خلال الفترة الممتدة من 2000 الى 2010  
( قيم إصدارات الصكوك عالميا - سنوي (مليون دولار) )



المصدر: تقرير حول الصكوك في الربع الأول لعام 2011، مرجع سبق ذكره.

وخلال سنة 2010، كان من أبرز صيغ التمويل الإسلامي المستخدمة في إصدار الصكوك الاجارة التي احتلت موقع الصدارة بنصيب تزيد نسبته عن 55% من حجم وعدد الإصدارات معا، يليها منتج الوكالة بأنواعها بنسبة 17% ثم المشاركة بما تقدر نسبته بـ 14%، فالسلم بنسبة 7%، ومن ثمّ المرابحة بنسبة 6% تقريبا من إجمالي حجم الاصدارات التي تمت في عام 2010.

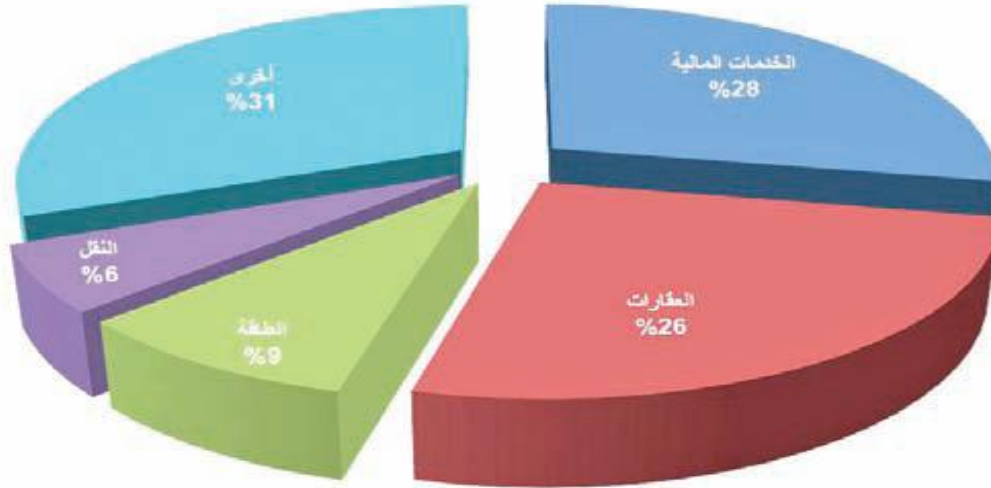
الشكل رقم 06: تنوع إصدارات الصكوك حتى نهاية الربع الثالث 2010 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: بوبيان: 34 مليار دولار حجم الصكوك منذ بداية العام بنمو 49%، مرجع سبق ذكره

أما فيما يخص القطاعات التي تمّ تمويلها من اصدار الصكوك نجد من أبرزها كانت الخدمات المالية، العقارات، الطاقة، النقل ثم مجموعة كبيرة ومتنوعة من القطاعات المختلفة الأخرى<sup>(23)</sup>.

شكل رقم 07: القطاعات المستفيدة من تمويل الصكوك.



المصدر: بوبيان: 34 مليار دولار حجم الصكوك منذ بداية العام بنمو 49٪، مرجع سبق ذكره.

انطلاقا مما سبق يمكن القول ان التطورات التي شهدتها سوق الصكوك الإسلامية كانت نتيجة عوامل عدّة دفعت بانتشارها والرفع من حجم إصداراتها، كما يمكننا القول أنه وبالرغم من التطورات التي تلحظها سوق الصكوك الإسلامية الا أن هناك مجموعة من العوائق التي لا تزال تحد من اتساعها وتحول دون رفع نسب نموها لدرجات أعلى مما تسجله حالي، لذلك سنذكر كل من العوامل الدافعة لانتشار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي والعوامل المعوقة لانتشارها فيمايلي<sup>(24)</sup>:

فبالنسبة للعوامل الدافعة لها هي:

- تحظى الصكوك الإسلامية بتصنيف ائتماني جيد، اذ أنها تخضع لضوابط شرعية تضم علماء دين يضمنون ألا تمر بعمليات توريق للدين تعرضها لمخاطر كتلك التي آدّت اليها أزمة القروض العقارية الرديئة بالولايات المتحدة الأمريكية، فتوريق الدين محظور في إطار قواعد التمويل الإسلامي.
- تحظى الصكوك الإسلامية وقضايا التمويل عموما باهتمام متزايد الآن في الأوساط الغربية مع شدة أزمة الانكماش الائتماني العالمي ومخاوف الركود الاقتصادي بالولايات المتحدة الأمريكية والعالم ككل، لاسيما بعد أن أصدرت كل من ستاندرد أند بور وموديز تقريران عن سوق الصكوك يشير الى احتمال تضاعف حجمه.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

أمّا العوامل التي تحجم من اتساع نشاطها فهي:

- ❖ نقص الشفافية في بعض الإصدارات: وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف أئتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتمال في بعض الإصدارات.
- ❖ عدم توافر مناخ تشريعي: عدم وجود مناخ تشريعي ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من وقت لآخر حول شرعية بعض الصكوك.
- ❖ عدم وجود سوق ثانوية: ما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد وهناك مجموعة من الأساليب تؤدي إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك بالاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائداً مضموناً، وعدم وجود بديل لها في السوق وعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.
- ❖ الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية: مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة.
- ❖ افتقار الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية السائدة: مثل أنظمة التداول والتسوية ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية.

### المحور الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها:

- 1- **مخاطر الصكوك الإسلامية:** تعرف المخاطر على أنها امكانية الحصول على عائد مختلف عن العائد المتوقع، بمعنى تواجد تقلبات بعوائد الاستثمار مستقبلاً<sup>(25)</sup>، وبالرغم من توافق الصكوك لمقاصد الشريعة الإسلامية إلا أنّ ذلك لا يحد من تأثيرها بمجموعة من المخاطر نذكرها أهمها:
  - أ- **المخاطر المالية:** وتشمل كل من:
    - ❖ مخاطر الائتمان: تعرف بأنها المخاطر الناجمة عن عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، وتكون هذه المخاطر بالصكوك الإسلامية نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند له بالنسبة لصيغ التمويل القائمة على صيغ المشاركة في الأرباح، وقد تنشأ أيضاً في حالة استخدام حصيلة الاكتمال في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات، فقد يدخل في المشروع أثناء عمله معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة، وفي حال اعتبار الوعد غير ملزم في استثمارات صكوك المرابحة تنشأ مخاطر الائتمان في هذه الحالة عند عدم رغبة العميل في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستنعة في استثمارات صكوك الإستصناع - إذا كان عقد الإستصناع جائزاً غير ملزم- أو تأخير أو عدم سداد العميل ما عليه من التزامات بالنسبة

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم. فهذه المخاطر-كما سبق-ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك، ومانحة الائتمان للعميل، فوجود الائتمان في العملية الاستثمارية مضنة لوقوع الخطر بفعل عدة أسباب سبق ذكرها، مما يؤثر سلباً على عوائد صكوك، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة). أما مخاطر الائتمان التي يتعرض لها حامل الصك، فتتسبب عن مدى قدرة مصدر الصكوك على دفع العوائد الدورية، وأصل قيمة الصك في تاريخ الاستحقاق ومن أهم المخاطر التي تواجههم هي: مخاطر التأخر في الوفاء ومخاطر العجز عن الوفاء<sup>(26)</sup>.

- **مخاطر السوق:** 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، وبالتالي فهي تشمل كل من<sup>(27)</sup>:

♦ **مخاطر سوق الأصول الحقيقية :** وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً 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.

♦ **مخاطر سوق المال:** ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

1- **مخاطر سعر الصرف:** وتتسبب 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 أيضاً 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 المرابحات والتجارة الدولية.

2- **مخاطر سعر الفائدة:** وتتسبب 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 الاستثمار.

والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمرابحة. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على



الصكوك الإسلامية، خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دورا في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافا لإجماع الفقهاء.

3- مخاطر أسعار الأوراق المالية: وتتسبب 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- مخاطر التضخم: وتتسبب 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.

- **مخاطر السيولة:** ترتبط بمصدر الصكوك وتدرج ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة)، وتظهر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة (لتلبية متطلبات التشغيل العادية أو المفاجئة، أو لتسديد العوائد الدورية لحملة الصكوك، أو لتسديد الزيادة في قيمة الصكوك عند استحقاقها)، نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة، مما يقلل من مقدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته التي حانت آجالها، وقد ينتج عن حالة اللاسيولة الشديدة لدى المصدر أو تؤدي إلى تعثر الإصدار، ونرى أن هذا النوع من المخاطر قد يكون نتيجة لمخاطر الائتمان ومخاطر الصكوك العينية التي قد تتعرض لها عملية التصكيك. ويلاحظ عن مخاطر السيولة أنها تكون متدنية في حالة الصكوك الإسلامية الحكومية، كون المصدر هنا يتمثل في الدولة، لكن بالمقابل قد تظهر مخاطر السيولة من جانب حملة الصكوك فقط (وتسمى هنا مخاطر تسهيل الصك) دون المصدر نتيجة عدم قدرة حملة الصكوك على تسهيل صكوكهم، أي ضعف تداولها في

السوق، وترجع مخاطر التداول في الأساس إلى ضعف قدرة المصدر في تحديد التغيرات في ظروف السوق، والتي يكون لها تأثير كبير على قدرة حامل الصك لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة<sup>(28)</sup>.

- **مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** وهذه المخاطر تدرج تحت المخاطر الخاصة، حيث إن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط<sup>(29)</sup>.

### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

ب- المخاطر التشغيلية<sup>(30)</sup>: وهي تعني تلك المخاطر المتصلة بأوجه الاختلال الوظيفي في نظم المعلومات ونظم رفع التقارير، وفي قواعد رصد المخاطر الداخلية، يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية أو الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة أو القصور في أي منها، وليس لها علاقة مباشرة مع ظروف الأسواق المالية وتدرج المخاطر التشغيلية تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارج عن سيطرة المشروع، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث الطبيعية في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزرعة، أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة، وتدرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية، كعدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، ومن خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية<sup>24</sup>، كما تشمل أيضاً المخاطر القانونية حيث اعتبرتها اتفاقية بازل للرقابة المصرفية جزءاً من مخاطر التشغيل، ويلاحظ على مخاطر التشغيل أنها تكون في أدنى مستوياتها إذا تعلق الأمر بالصكوك الحكومية، إلا إذا تعلق الأمر بالحروب والنزاعات وبالظروف التي تكون خارجة عن سيطرة الدولة.

ج- مخاطر صيغ التمويل الإسلامية: هناك مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية حيث نجد<sup>(31)</sup>:

- ❖ مخاطر صكوك المضاربة: تتمثل مثلاً في سوء الامانة وعدم كفاءة الشريك المضارب، بالإضافة إلى سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وكذا صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.
- ❖ مخاطر صكوك المشاركة: مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة وكذلك صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.
- ❖ مخاطر صكوك الإجارة: تتمثل في ارتفاع نسبة التضخم مقرونة بطول فترة السداد، وكذلك مشاكل الصيانة للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها... الخ.
- ❖ مخاطر صكوك الاستصناع: مثلاً مخاطر التخزين ويطلق عليها المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط واختلاف مواصفات الأصل المصنع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.
- ❖ مخاطر صكوك البيوع: تتمثل في تأخير دفع الأقساط، أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأنّ المتابعة هنا تكون على عاتق البنك.

#### 2- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يقصد بإدارة المخاطر "عملية الأخذ بالمخاطر المحسوبة، وهي وسيلة نظامية لتحديد المخاطر وترتيب أولوياتها وتطبيق الاستراتيجيات للتقليل من المخاطر، هذه الوسيلة تتضمن كل من الوقاية من المخاطر المحتملة والاكتشاف المبكر للمشاكل الفعلية<sup>(32)</sup>" ويتم إدارة المخاطر إما بتجنبها، التقليل منها أو نقلها.

أ- خطوات إدارة المخاطر: تتلخص في<sup>(33)</sup> :

❖ تحديد المخاطر: تعتبر هذه الخطوة أول الإجراءات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فكما جاء في السابق يواجه كل نوع من الصكوك جملة من المخاطر كخطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر التشغيل... إلخ.

❖ قياس الخطر: الخطوة الثانية في إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية هي قياسها، إن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بإبعاده الثلاثة: حجمه ومدته واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ويعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذو أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر.

❖ دراسة اختيار 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 اتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

❖ تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

ب- آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية: يمكن حصرها في<sup>(34)</sup> :

❖ تكوين هيئة حملة الصكوك: تتفق النظم القانونية على تكوين هيئة من مجموع حملة الصكوك المكتتب به في كل إصدار لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ التدابير الاجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق، كذلك يمكن تسجيل هذه الهيئة كشركة غير ربحية أو كجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

❖ تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار: يمكن إنشاء هذا الصندوق، حيث لا يوجد مانع شرعا 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 وانخفاض الربح عن حد معين وفي سنة معينة، بإعتبار ذلك تبرعا ممن يملك رأس المال وعائده، 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، لأن الصك يحمل في ظهره ما يفيد إقتطاع نسبة من الأرباح لتكوين الإحتياطي لمخاطر الاستثمار.

❖ تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح: ويقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التبرع، وهو ما يطلق عليه المالكية الوعد الملزم، وذلك من خلال نص نشرة الإصدار على موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي

### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

العلاقة على ضمان رأس المال او ضمان نسبة معينة من الأرباح وهذا الطرف الثالث قد يكون فردا أو شركة.

❖ 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<sup>(35)</sup>.

❖ استخدام تقنيات الرهن والكفالة<sup>(36)</sup>: فالرهن وهو حبس شيء بحق يمكن استيفاءه منه، أو جعل شيء مالي محبوسا وثيقة بحق مثل تقديم المدين حليا أو ساعة أو عقارا رهنا للدائن المرتهن، وهو مشروع في الإسلام، ويشترط في المرهون ستة شروط: أن يكون متقوما، موجودا وقت التعاقد، أن يكون مملوكا بنفسه للراهن، أن يكون معلوما، أن يكون مقدور التسليم، وأن يكون المرهون مقبوضا في الدائن المرتهن، أو عند شخص مؤتمن و هو المسمى بالعدل. تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر الصكوك الائتمانية خاصة، فيمكن للدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه. في حين أن الكفالة هي ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة مطلقا، أن يضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس أو دين أو عين، أي أن يلتزم طرف بتحمل عبئ عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

❖ التنوع: 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.

❖ الرقابة المالية: تتطلب حماية حقوق الصكوك الإسلامية توفير الرقابة، ويقصد بها الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها، وذلك للتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصص لها، وأن الإيرادات تحصل طبق النظم المعمول بها وللتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء والكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت على حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلا.

❖ التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية: ( عقد السلم، الخيار الشرعي) : يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط، حيث يمكن المصرف الإسلامي من تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على النطاق الفردي و نطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة المصرف الإسلامي الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبيا ثم يقوم بعد قبضها بتسويقها بثمن الحاضر أو المؤجل. أما الخيار الشرعي يمكن أن يستخدم للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

الشرط طالت تلك المدة أم قصرت. 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 بعملة واحدة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين الفرضين وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر الوفاء<sup>(37)</sup>.

### الخلاصة:

لقد تبين من خلال هذه الدراسة تزايد التوجه العالمي نحو إصدار الصكوك الإسلامية لما لهذه الأخيرة من مميزات سمحت لها بأن تصبح أكثر الصيغ نمواً في سوق التمويل الإسلامي، لكن رغم ذلك لا تزال تعيق عملية إصدار هذه الأدوات المالية وتداولها العديد من المخاطر الأمر الذي وضع الصناعة المالية الإسلامية أمام تحدٍ واسع وهو العمل على إيجاد آليات لإدارة هذه المخاطر حتى يتم تفاديها، التقليل من حجمها أو نقلها لاسيما في ظل بيئة مالية دولية تتزايد بها حدة المخاطر وتتسارع فيها عملية انتقالها، وانطلاقاً مما سبق توصلنا إلى هذه النتائج نذكرها فيما يلي:

- تتنوع الصكوك الإسلامية وتستند وهياكل إصدارها على إرث شرعي متين وقابل للتطور.
- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات التقليدية القائمة على الربا، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، وتنقسم إلى صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الاستصناع، صكوك السلم...إلخ.
- تنوع وتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقانة التصكيك الإسلامي ويقلل من المخاطر.
- تلعب الصكوك الإسلامية دوراً واسعاً في تنمية الاقتصاد من خلال اعتبارها أداة تتيح تمويلات بمبالغ ضخمة لكبرى المشاريع.
- تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية حيث بلغت نسبة إصداراتها 43,708% خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2011 من إجمالي الإصدارات في العالم أما من حيث أكثر أنواع الصكوك انتشاراً، تعتبر صكوك الإجارة الأسرع نمواً مقارنة بالصكوك الأخرى بعدما احتلت موقع الصدارة بنصيب تزيد نسبته عن 55% من حجم وعدد الإصدارات معاً خلال سنة 2010.
- إنّ مجمل القطاعات التي تمّ تمويلها من إصدار الصكوك تمحورت على هذا الترتيب: الخدمات المالية، العقارات، الطاقة، النقل ثم مجموعة كبيرة ومتنوعة من القطاعات المختلفة الأخرى.

### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- واجه سوق الصكوك الإسلامية كغيره من أسواق الدين صعوبات نتيجة الأزمة المالية سنة 2007، وهذا ما أثر على تراجع معدل نمو سوق الصكوك الإسلامية لأول مرة منذ سنة 2001، حيث تم تسجيل تراجع في معدل نمو الصكوك سنتي 2008 و2009.
- عرفت سنة 2010 استعادة سوق الصكوك الإسلامية عافيته، وذلك بعد عودة معدل نمو الإصدار للارتفاع كما كان قبل الأزمة متجاوزا معدل نمو 70٪، ويتوقع أن يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على هذه الديناميكية خصوصا بعدما تزامن مع دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية ونية الدول الخليجية وبعض الدول الآسيوية استخدام الصكوك في برامجها التمويلية الضخمة.
- تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر كغيرها من الاستثمارات المالية كمخاطر السوق، المخاطر القانونية، مخاطر السيولة، مخاطر التشغيل، المخاطر الائتمانية وغيرها من المخاطر.
- تواجه الصكوك الإسلامية العديد من المخاطر الأمر الذي وسّع من نشاط الصناعة المالية الإسلامية حتى تقوم بالكشف عن آليات لإدارة تلك المخاطر، كسياسة التنوع، تقنية الرهن والكفالة، التأمين التبادلي، التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية، والرقابة المالية وغيرها من الآليات التي يمكن اللجوء لاعتمادها حسب الحاجة إليها.
- ولذلك نقدّم هذه التوصيات حتى يتم الرفع من أداء هذه الصيغة التمويلية والرقمي بها :
- ضرورة بذل جهود حثيثة من جانب المهتمين والمشرفين لتقريب وجهات النظر الشرعية في أمر التصكيك الإسلامي.
- ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد.
- عدم مجازاة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بأسلمته وإنما ابتداع أدوات مالية إسلامية جديدة نابعة من الإرث والواقع الإسلامي في مجال المعاملات.
- السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها سعيا لتقليل المخاطر
- مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر.
- الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلاً مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد.
- محاولة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية في تطويرها بنفس وتيرة تطور المصرفية الإسلامية

## آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

### التهميش والمراجع:

- 1- حمزة بن حسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 ماي 2010، ص2.
- 2- عبد الله بن سليمان المنيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مرجع سبق ذكره، ص1.
- 3- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2007، ص288.
- 4- متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية يناير 2009، ص3.
- 5- حمزة بن حسين الفهر الشريف، مرجع سبق ذكره، ص2.
- 6- العديد من المراجع:
- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 31 مايو - 3 يونيو، ص13-14.
- موسى محمود، صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، الملتقى الدولي حول البنوك الإسلامية والمالية، 15 و16 جوان 2010، ص4.
- 7- العديد من المراجع:
- عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مرجع سبق ذكره، ص3.
- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين، مجلة الباحث، عدد 09، 2011، ص245.
- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مرجع سبق ذكره، ص8.
- عبد الرحمان يسري أحمد، تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها، الموقع العالمي للامانة المالية العالمية، ص1.
- محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، ص1.
- 8- حامد ميرة، صكوك الإجارة مجلة الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبد العزيز، جدة، مجلد 23، عدد1، 2010، ص111.
- 9- الصكوك في 30 سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، [www.eifa.eo](http://www.eifa.eo)، ص11.
- 10- وليد مصطفى شاويش، الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون، ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة، الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والتوقع)، الكويت 18- 20 فيفري 2013، ص6.
- 11- موسى محمود، مرجع سبق ذكره، ص4.
- 12- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص12.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- 13- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي"، الأردن، 1- 2 ديسمبر 2010، ص 14.
- 14- شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي"، مرجع سابق الذكر، ص 15.
- 15- شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي لغرداية، 23- 24 فيفري 2011، ص 14.
- 16- نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية- خصائصها وأنواعها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية جامعة الامارات العربية المتحدة، ص 990.
- 17- بن الضيف محمد عدنان، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص 11.
- 18- حسام الدين عبد الوهاب محمد، تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية، اجتماع خبراء آليات ومتطلبات اصدار الصكوك"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 21 مارس 2013.
- 19- خولة فريز النوباني، الصكوك الإسلامية: الفرص والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع عشر، العديدين الثالث والرابع، السنة التاسعة عشر، ديسمبر 2011، ص 30.
- 20- خولة فريز النوباني، الصكوك...تجارب عالمية، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية..تحديات، تنمية وممارسات دولية، الاردن، 18- 19 تموز 2010، ص 17.
- 21- نفس المرجع السابق، ص 12.
- 22- 160 اصدارا من الصكوك بـ 26 مليار دولار خلال الربع الأول، جريدة النهار الاقتصادي، العدد: 1237، 4 ماي 2011.
- 23- بنك بوبيان: دول الخليج استحوذت على 54٪ من سوق الصكوك العالمي، جريدة عالم اليوم، العدد: 1314، 4ماي 2011.
- 24- محسن أبو عوض، مخاطر الصكوك، اجتماع خبراء آليات ومتطلبات اصدار الصكوك"، مرجع سبق ذكره.
- 25- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان، إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2006، ص 165.
- 26- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: ادارة المخاطر: التنظيم والاشراف" معهد الدراسات المصرفية، عمان الاردن، 06 و07 و08 أكتوبر 2012، ص 6- 7.
- 27- أشرف محمد الدوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، 20- 21 ماي 2010، ص 13- 15.
- 28- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص 9.
- 29- محسن أبو عوض، مرجع سبق ذكره.
- 30- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص 10.



## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- 31- زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15- 16 جوان 2010، ص7- 8.
- 32- عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد9، 2012، ص13.
- 33- لحو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، مرجع سبق ذكره.
- 34- زياد الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص ص9- 12.
- 35- أشرف الدواية، مرجع سبق ذكره، ص 24.
- 36- لحو بوخاري، وليد عايب، مرجع سبق ذكره.
- 37- نفسه.