

الصكوك الإسلامية, مخاطرها و آليات معالجتها

أ.يوسف تبيري

جامعة خميس مليانة

المُلخَص :

على ضوء الاهتمام المتزايد بالصكوك الإسلامية و انتشارها في الدول الإسلامية و غير الإسلامية (ماليزيا , البحرين , الامارات , بريطانيا...) من سنة لأخرى و تبني عدد لا بأس به من الابحاث التي تشجع على اعتماد هذا النوع من التمويل في السوق المالي الجزائري , ارتأينا إلا ان نقوم بهذه الورقة البحثية التي تعرف لنا ماهية الصكوك الإسلامية و انواعها من جهة و كذا أهم المخاطر التي وجب الحذر منها في حالة تبني و اصدار هذه الصكوك , اضافة الى الآليات المتبعة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

الكلمات المفتاحية : الصكوك الإسلامية , المخاطرة , ادارة المخاطر , آليات ادارة مخاطر الصكوك

الإسلامية

Resumé:

À la lumière de l'intérêt croissant pour les instruments islamiques et s'étendre dans les pays musulmans et non-islamique (Malaisie, Bahreïn, Émirats arabes unis, la Grande-Bretagne, ...) d'une année à l'autre et l'adoption d'un nombre considérable de recherches qui encourage l'adoption de ce type de financement sur le marché financier algérien, , nous avons décidé faire ce travail de recherche qui nous définit c'est quoi "sukuk islamique", et quels sont les types de ces instruments , et ainsi que les risques les plus importants qui doivent les mettre en garde dans le cas de l'adoption, et l'émission de ces instruments, et quels sont les mécanismes qu'ils faut mètre en place pour gérer les risque des sukuk islamiques.

مقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة تطوراً ملحوظاً في فكرة الصكوك الإسلامية ، و تنامت هذه الصكوك الإسلامية عبر مختلف دول العالم بما فيها الدول الغير اسلامية , فقد اثبتت الصكوك جدارتها في تحقيق السيولة المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية ، كما هو الحال في عدد من الدول مثل ماليزيا وتركيا وفرنسا وإنجلترا ، كما حققت الصكوك نجاحاً كبيراً في العديد من الدول العربية مثل البحرين و الإمارات ، حيث أصدرت دبي خلال الفترة 2007-2013 ما يقرب من 200 مليار دولار في السوق الإسلامية والتي أصبحت السوق الواعدة خاصة بعد الأزمة المالية العالمية. تعتبر الصكوك من أهم الادوات التي تعمل على تعبئة وتنمية المدخرات القومية ووضعها في خدمة الاقتصاد من خلال المشاركة في نتائج الأعمال تلبية لقطاع عريض من المعاملين الاقتصاديين خاصة أولئك الراضين لفكرة الادخار بأسعار فائدة محددة مسبقاً.

فتعمل الصكوك على تسهيل تدفق الأموال للاستثمارات بالعملة الأجنبية التي يتم استخدام إيراداتها في تمويل المشروعات التنموية ، كما تساهم في جلب رؤوس أموال المهاجرين , لكن الاشكال المطروح يتعلق بالمخاطر المترتبة عن هذا النوع من الادوات المالية , فهل للصكوك الإسلامية نفس المخاطر التي تواجهها الادوات المالية التقليدية ؟ و ما هي ان وجدت ؟ و كيف يمكن ادارتها و معالجتها؟

للإجابة على هذه الاسئلة ارتأينا تقسيم هذه الورقة البحثية الى ثلاثة مباحث :

المبحث الاول : ماهية الصكوك الإسلامية و اهم انواعها

المبحث الثاني : مخاطر الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث : ادارة المخاطر في تعاملات الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول :الصكوك الإسلامية و اهم انواعها:

1. مفهوم الصكوك الإسلامية:

لقد عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية أو صكوك الاستثمار الإسلامية على أنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين , أو نشاط استثماري خاص و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت لأجله " (1).

كما عرفها مجمع الفقه الاسلامي الدولي بأنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال الى حصص متساوية , و ذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال و يتحول إليه بحسب نسبة ملكية كل منهم فيه " (2). و منه يمكن لنا ان نعرف الصكوك على أنها " وثائق او شهادات متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (عينية كانت ام مالية) يتم اصدارها بهدف تمويل المشاريع الاستثمارية بعدة طرق على أن تصدر وفق عقد شرعي يتم احترام أحكامه ".

2. خصائص الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية مجموعة من الخصائص يمكن ابرازها في النقاط التالية:

- 1.2. الصكوك حصة شائعة في الأصول أي أنها وثيقة تبرز حق الملكية لحاملها لحصص شائعة في أصول لها دخل سواء كانت أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليطا منها ,و لا تعتبر الصكوك دينا في ذمة مُصدرها لحاملها ,عكس ما هو حاصل في حالة السندات التقليدية.
- 2.2. لها قيمة اسمية محددة و موضحة في نشرة الاصدار.
- 3.2. تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة حتى يسهل شراؤها و تداولها في الاسواق المالية.
- 4.2. يمكن تداول الصكوك ما دامت تمثل سلعة ما ,أما اذا تحولت الى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.
- 5.2. الصك غير قابل للتجزئة :بمعنى ان الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة ,و في حال امتلاك الصك الواحد لشخصين او أكثر بسبب الإرث او نحوه ,فإنه لا بد من الاتفاق على شخص واحد يمثلهم أمام الشركة(3).
- 6.2. على حامل الصك أن يتحمل مختلف الاعباء المترتبة عن ملكيته للأصول الممثلة بالصك سواء تعلق الأمر بالمصاريف الاستثمارية او هبوط القيمة.
- 7.2. مبدأ الغنم بالغرم : أي استحقاق الربح و تحمل الخسارة حسب نسبة امتلاكه لكمية الصكوك.
- 8.2. تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي : و الذي تختلف أحكامه تبعا لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها (4).
- 9.2. انتفاء ضمان المدير (المضارب او الوكيل او الشريك) : فلا يجوز ضمان رأس المال في الصكوك عكس ما هو موجود في السندات التقليدية التي تطبق مبدأ الضمان ,فوجود مبدأ الضمان في رأس المال سيحول العملية الى ربا و ينتفي اهم مبدأ تقوم عليه الصكوك و هو مبدأ الغنم بالغرم.

3. أهم انواع الصكوك الإسلامية

- تتعدد الصكوك الإسلامية و تختلف باختلاف آليات اصدارها ,و يقوم كل نوع من الصكوك على نوع العقد الذي اصدر على اساسه فصك السلم يقوم على عقد سلم و صك الاجارة يقوم على عقد اجارة...و هكذا ,و قد أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية , و اهم هذه الصكوك و التي تعتبر الأكثر رواجاً يمكن حصرها في الانواع التالية:
- 1.3. **صكوك المضاربة** : و هي " اوراق مالية تعرض للاكتتاب على اساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتتمثل عامل المضاربة (المستثمر) و يتمثل مالك و الصكوك (اصحاب رأس المال).(5).
 - و المصدر لهذه الصكوك هو المضارب ,و المكتتبون هم ارباب المال ,و حصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ,و يملك حملة الصكوك موجودات المضاربة و الحصة المتفق عليها من الربح لأرباب العمل و يتحملون الخسارة ان وجدت .
 - و يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط في الاعيان و المنافع أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود (الصرف) و في حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط الدين (6).

- 2.3. **صكوك المشاركة** : هي " وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في انشاء مشروع او تطوير مشروع قائم او تمويل نشاط على اساس عقد من عقود المشاركة ,و يصبح المشروع او اصول النشاط ملكا

حملة الصكوك في حدود حصصهم ،و تدار الصكوك على أساس الشراكة ،و ذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها او غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار "(7)

و المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين او نشاط محدد ،و المكتتبون فيها هم الشركاء في عقد المشاركة و حصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة ،و يملك حملة الصكوك أصول المشاركة بغنمها و غرمها ،و تتحدد آجال الصكوك بمدة المشروع محل العقد و يبقى عقد المشاركة اليد المتصرف في المال و يكون لكل إصدار هيئة منتخبة من المكتتبين تتولى الاشراف على المشروع و توزع حصص الايراد ،و متابعة انتقال ملكية الصك من شخص لآخر. (8)

3.3. صكوك الاجارة : و هي الصكوك التي عرفت نموا و رواجا كبيرا في السنوات الاخيرة و تعرف على انها " صكوك متساوية القيمة تمثل اجزاءا متماثلة مشاعة في ملكية اعيان معمرة مرتبطة بعقود اجارة او تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي ،فهذه الصكوك تمثل أعيانا معمرة او ملكية خدمات مستقبلية "(9) و يوجد فيها عدة انواع(10) :

1.3.3. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة : و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة او وسيط مالي ينوب عنه بغرض بيعها ،و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها ،و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2.3.3. صكوك ملكية منافع الاعيان الموجودة : و هي نوعان

أ. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين الأصول نفسه او عن طريق وسيط مالي ،بهدف اعادة اجارة منافعها ،و استفاء اجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها ،و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك .

ب. وثائق المتساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين اصول (مستأجرة) بنفسه او عن طريق وسيط مالي ،بهدف اعادة اجارتها ،و استفاء اجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها ،و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

3.3.3. صكوك ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة : و هي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض اجارة اعيان موصوفة في الذمة ،و استيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ،و تصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

4.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين : و هي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من الجامعة) ،و استفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب ،و من ثم تصبح الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

5.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوفة في الذمة : و هي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف تقديم الخدمة من مصدر موصوفة في الذمة (كمنفعة التعليم) و استفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب ،و تصبح مملوكة لحامله.

4.3. صكوك المراجعة : هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة و تصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

5.3. صكوك السلم : و هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لتحصيل رأس مال السلم و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

6.3. صكوك الاستصناع : و هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة , و يصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

7.3. صكوك المزارعة : و هي وثائق تصدر متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع وفق عقد المزارعة , و يصبح لحامل الصك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد."

8.3. صكوك المساقاة : و هي وثائق تصدر متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي اشجار مثمرة و الانفاق عليها و رعايتها , و يصبح لحامل الصك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد.

9.3. صكوك المغارسة : و هي "وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس اشجار , و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على اساس عقد المغارسة و يصبح لحملة الصكوك حصة في الارض و الغرس"

10.3. صكوك الوكالة : و هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات او نشاطات تدار على اساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الاسلامية:

ان الانتشار و التشجيع على التعامل بالصكوك الاسلامية لا يعني انما نوع من الادوات الخالية من المخاطر بل على العكس ,فهناك مخاطرة بالكثير من العوامل التي يكتنفها الغموض و سرعة التقلب و تجعلها معرضة للمخاطرة . و من خلال هذا المبحث سنحاول التطرق لأهم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاسلامية.

1. مفاهيم حول المخاطرة : تعرف المخاطرة على انما احتمال حدوث شيء غير مرغوب فيه لذلك فإن اي استثمار ينطوي على درجة معينة من عدم التأكد حول عوائد فترة الاحتفاظ المستقبلية , و جميع الاصول المالية يتوقع ان تأتي بتدفقات نقدية و يتم الحكم على مخاطر الاصول من حيث المخاطر المتعلقة بتدفقاتها النقدية . ان تعريف المخاطرة يتفاوت من شخص لآخر , و بالنسبة للبعض فإن المخاطرة هي احتمال تكبد الخسارة , و بالنسبة للبعض الآخر فإنها التذبذب في العوائد , و في مجال التمويل و الاستثمارات فإن المخاطرة عموما تعرف على انها "احتمال ان يكون العائد الفعلي مختلفا عن العائد المتوقع (11) و الحقيقة المتعارف عليها هي ان العلاقة بين تذبذب العائد و المخاطرة علاقة طردية فكلما كانت المخاطرة كبيرة كلما كان العائد التذبذب في العائد كبيرا و العكس صحيح.

1.1. اصنافها : يمكن ان تصنف المخاطرة الى صنفين (12).

1.1.1. المخاطر الكلية : و هي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام , و تتأثر بها جميع الاوراق المالية بمختلف انواعها بسبب عوامل اقتصادية او سياسية او اجتماعية , و هي العوامل التي يصعب تجنبها , و يطلق عليها ايضا المخاطر المنتظمة او المخاطر العامة.

2.1.1. المخاطر الخاصة : و هي المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام , و لكن تتأثر بها بعض الأوراق المالية و الصكوك بسبب عوامل خاصة بها و التي يمكن تجنبها باتخاذ قرارات سليمة و مدروسة عكس المخاطر الكلية التي يصعب تجنبها , و يطلق عليها كذلك اسم المخاطر الغير منتظمة.

2.1. قياسها : يتم قياس المخاطرة بعدة طرق إلا ان أكثرها شيوعا هو الانحراف المعياري و معامل بيتا β

1.2.1. طريقة الانحراف المعياري : يعتبر الانحراف المعياري مقياس احصائي يقيس مدى تشتت القيم عن مركزها او يقيس مدى تذبذب القيم , فكلما زادت قيمة الانحراف المعياري كلما دل ذلك على درجة تذبذب او تشتت كبيرة و بالتالي فهو يعبر عن ارتفاع درجة المخاطرة في عوائد هذا الاصل , و كلما انخفضت قيمة الانحراف المعياري كلما دل ذلك على درجة تذبذب او تشتت صغيرة و بالتالي فهو يعبر عن انخفاض درجة المخاطرة في عوائد هذا الاصل .

الصك لعائدات الحسابي المتوسط بحسب بأن الحسابي المتوسط عن التشتت يقيس المعياري الانحراف فإن عليه و

الاستثماري لسنوات سابقة ثم تقارن العائدات السنوية مع المتوسط الحسابي للحصول على درجة الانحراف.

فإذا اعتبرنا مايلي :

Sd : الانحراف المعياري

N : عدد السنوات او المشاهدات

X_i : قيمة العائد في السنة i

$\bar{X}$: الوسط الحسابي للعوائد خلال سنوات المشاهدة

فيصبح لدينا:

$$Sd = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2}{N-1}} \quad (1)$$

حيث:

$$\bar{X} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N X_i \quad (2)$$

2.2.1. معامل بيتا (Beta) : يقوم معامل بيتا بقياس مدى سرعة تأثر صك مقارنة مع الحركة المتغيرة

للسوق , فهو الاسلوب الذي يقيس المخاطر المنتظمة في السوق , و التي ترجع لأسباب عامة , سواء كانت اقتصادية او سياسية او اجتماعية , و يكون لكل صك وحدة قياس خاصة به تقيس سرعة تأثره بحركة السوق ارتفاعا أو هبوطا (13).

فإذا اعتبرنا أن :

β : معامل بيتا

R_p : مردودية محفظة من الصكوك او صك معين

R_m : مردودية السوق

VAR : التباين

$$\beta = \frac{COV(R_p, R_m)}{VAR(R_m)}$$

فيصبح لدينا

فإذا كانت قيمة β لصك معين هي 0.6 فهذا يعني ان مردودية الصك تتحرك ب 0.6% عندما تتحرك مردودية السوق ب 1% .

و اذا كان معامل β هو 1.6 % فهذا يعني أن أي تحرك للسوق ب 1% يؤدي الى تذبذب في الصك ب 1.6 % بمعنى انه كلما كانت قيمة المعامل بيتا كبيرة كلما كان تأثير الصك بالمخاطر الكلية كبيرا و العكس صحيح.

3. مخاطر الصكوك الاسلامية: تتمثل الصكوك الاسلامية في مجموعة او خليط من الموجودات المتمثلة في النقود و الديون و المنافع و الأعيان. و كباقي الادوات المالية فإن هذه الصكوك هي عرضة لمجموعة من المخاطر التي يمكن ان نوجزها في العناصر التالية :

1.3. المخاطر الكلية : و تمثل مجموع المخاطر التي ترتبط بالسوق المالي او الاقتصاد الوطني ككل و نذكر أهمها (14):

1.1.3. الاوضاع السياسية السائدة سواء تعلق الامر بالاستقرار السياسي و الامني ,او اسلوب انتقال السلطات و العلاقات السياسية و الدولية.

2.1.3. السياسات النقدية و كيفية تجاوبها مع المتغيرات ,و حرية تحويل النقد ,و انتقال الاموال و استقرار قيمة العملة.

3.1.3. السياسات المالية المطبقة : من خلال معرفة مدى نجاح تحقيق التوازن بين الايرادات و النفقات العامة ,و ادارة السياسة الضريبية.

4.1.3. السياسات الاقتصادية : فهي تبرز مدى تحسن مؤشرات الدخل الوطني ,و ميزان المدفوعات و تنمية التجارة الخارجية ,و كذا الاطلاع على الخطط الاقتصادية.

5.1.3. مخاطر السوق : كثير من الاقتصاديين يعتبرون ان مخاطر السوق هي من المخاطر الكلية إلا اننا نرى ان هذه المخاطر في اغلبها هي من المخاطر الكلية لكن قد يكون هناك جزءا منها قد يتمكن المسير الجيد ان يحتاط لها مسبقا خاصة اذا تعلق الامر بسعر الصرف و بالوازع الديني عندما يتعلق الامر بسعر الفائدة.و يمكن ان نميز بين مختلف المخاطر السوقية كما يلي :

أ. مخاطر سوق الاصول الحقيقية : باعتبار أن الاصول ما هي إلا حصة شائعة في ملكية اصول استثمارية سواء كانت سلعا او خدمات او منافع ,و هذه الاصول تتداول في الاسواق و تخضع لقاعدة العرض و الطلب و تتأثر بمختلف التغيرات السياسية و الاقتصادية ...الخ فهذا يعني أنها معرضة للارتفاع او الانخفاض في قيمتها تبعا للمتغيرات المذكورة سلفا.

ب. مخاطر سوق المال: و نعددها فيما يلي:

✓ **مخاطر سعر الصرف :** و هي المخاطر الناتجة عن تقلب اسعار صرف العملات في المعاملات الآجلة التي تعقدها المؤسسات المالية . ففي حالة اتمام صفقة بالعملية الاجنبية فإن انخفاض سعر تلك العملة يؤدي الى تحمل المؤسسة خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الاجنبية مقابل العملات الاخرى , كما ان المؤسسة تحقق ارباحا بمقدار ارتفاع سعر العملة الاجنبية مقابل العملة المحلية (15).

✓ **مخاطر سعر الفائدة:** إن اسعار الفائدة تؤثر على القيمة السوقية للصكوك بنفس الطريقة التي تؤثر بها على الاسهم و باقي الاوراق المالية , فارتفاع اسعار الفائدة يشجع على توجيه المدخرات نحو البنوك بدل استثمارها في الاسهم او الصكوك الاسلامية -خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين لا يؤثر فيهم الازع الديني بقدر ما يهمهم تحقيق أكبر قدر من الارباح - و بالتالي انخفاض سعر الاوراق المالية , اما في حالة انخفاض سعر الفائدة فإن المستثمرين سيفضلون استثمار اموالهم في الاوراق المالية و التي من بينها الصكوك الاسلامية بدل وضعها في البنوك ما يعني ارتفاع الطلب على الاوراق المالية و بالتالي ارتفاع سعرها.

✓ **مخاطر تقلبات اسعار الاوراق المالية :** لا تخلو الاسواق المالية من المعاملات الاخلاقية التي يقوم بها مجموعة من المتعاملين او المضاربين لأجل تحقيق أكبر ربح ممكن و ذلك بتوجيه السوق و اسعار الاوراق المالية في اتجاهات معينة خدمة لمصالحهم و من اهم الاساليب المستعملة هي الاحتكار و البيع الصوري و نشر الاشاعات التي تؤدي الى زيادة العرض او الطلب من اجل رفع او خفض سعر ورقة مالية او مجموعة من الاوراق المالية و تكون في كثير من الاحيان بتواطؤ مجموعة من وسائل الاعلام و المختصين.

✓ **مخاطر التضخم :** يطلق مصطلح التضخم عندما تنخفض القوة الشرائية للنقود مقابل الحصول على السلع والخدمات المعتادة . و باعتبار الصكوك هي حصة شائعة من الاعيان و المنافع و النقود , فإنها تتأثر طرذا بالتضخم و يزداد التأثير ارتفاعا كلما كانت حصة النقود و الديون في هذه الصكوك كبيرا .

2.3. المخاطر الخاصة : و يمكن تقسيمها الى مجموعات :

1.2.3. **مخاطر المخالفات الشرعية :** ان اهم مبدأ تقوم عليه الصكوك الاسلامية هو احترامها للضوابط الشرعية و ابتعادها عن المحاذير و المخالفات المنهي عنها في الاسلام , إلا انه قد يقع المستثمرون من مصدري الصكوك و حملتها في هذه المخالفات سواء كان عن غير قصد او تحايلا , و من اهم المحاذير او المخالفات التي يمكن ان تؤثر على صفة الاسلامية و تسيء الى سمعة الصكوك هي :

- خطر الوقوع في الربا سواء باسمها او تحت أي مسمى آخر يؤدي اليها.
- خطر استخدام حصيلة الصكوك في تمويل أنشطة محرمة شرعا.
- اعتماد الممارسات اللااخلاقية من خيانة و تبذير و تدليس و غرر... الخ
- عدم اخراج الزكاة عند الاستثمار في المشروع.
- عدم احترام الآليات الاستثمارية الخاصة بكل صيغة تمويلية كالمضاربة في صكوك المضاربة و المغارسة في صكوك المغارسة... الخ

-المخاطر القانونية التي تكمن في النظم و التشريعات القانونية التي قد تكون الكثير من بنودها لا تتفق مع احكام الشريعة الاسلامية (16)

2.2.3. المخاطر الائتمانية: تتمثل المخاطر الائتمانية في عدم وفاء الطرف الآخر أو عدم قدرته على تنفيذ التزاماته المتفق عليها في العقد و قد تنتج هذه المخاطر عادة بسبب الاختيار الغير الموفق لنوع العميل , و تبرز هذه المخاطر في عدم التزامه بالعمل المسند اليه اذا تعلق الامر بصكوك المضاربة, المشاركة, المزارعة, المساقاة, المغارسة و الاستصناع , كما قد تتمثل في رجوعه عن الاتفاق القاض باستلام السلعة المشتراة -اذا لم يكن الوعد غير ملزم- في حالة صكوك المراجعة, او عد استلام السلعة المستصنعة اذا تعلق الامر بصكوك الاستصناع - في حال لم يكن العقد غير ملزم- , كما قد يكون تأخير او عدم سداد الاقساط او الايجار في موعده في حالة صكوك المراجعة او الاجارة او عدم الالتزام بتسليم السلعة او المنتج المتفق عليه في صكوك السلم و الاستصناع سواء تعلق الامر بالمواصفات المتفق عليها او التأخير في تسليمها.

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

3.2.3. المخاطر التشغيلية : تتمثل المخاطر التشغيلية في تلك المخاطر الناتجة عن الأداء السلبي او الاداء المنخفض للأصول الممثلة بواسطة الصكوك الصادرة عنها , باعتبار ان الصكوك تكون قائمة على اصول معينة و بالتالي فإن العائد المرتفع للصكوك ما هو إلا العائد الناتج عن التشغيل الكفاء لهذه الاصول , إلا انه في حالات كثيرة قد تنتج خسائر عند تشغيل هذه الاصول يتحملها طبعاً حملة الصكوك , و تكون ناتجة عن عدة مخاطر قد تكون متعلقة بالأصل نفسه , كنوع البذور في المزارعة او سوء الأداء للآلة المؤجرة في الاجارة... الخ او لسوء الادارة و العاملين او عوامل اخرى خارجية تؤثر على أداء الاصل .

4.2.3. مخاطر الصيغ التمويلية : هناك مجموعة من المخاطر الاخرى تكون متعلقة بنوع الصك و الصيغة التعاقدية التي يمثلها و نذكر على سبيل المثال : التأخر في دفع الاقساط في حالة الاجارة و المراجعة و الاستصناع و السلم , مخاطر التخزين و النقل في الاستصناع و السلم و صكوك الزراعة, سوء ادارة المشروع حالة المضاربة و المشاركة و الوكالة... الخ

3.2

المبحث الثالث : ادارة المخاطر في تعاملات الصكوك الاسلامية:

1. مفهوم ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية

تعرف ادارة المخاطر على انها منهج او مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة , و تصميم و تنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة او الأثر المالي للخسائر التي تقع الى الحد الأدنى (17)

و حسب ابن القيم الجوزية فإن المخاطرة نوعان فيقول : "المخاطرة مخاطرتان :مخاطرة التجارة , و هو ان يشتري السلعة بقصد ان يبيعها و يربح و يتوكل على الله في ذلك , و الخطر الثاني الميسر الذي يتضمن اكل مال الناس بالباطل (18)

و بما ان الحث هنا عن الصكوك الاسلامية فيمكن لنا ان نعرف ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية على انها "تلك العملية او الاجراءات التي تقوم بتحديد و تقييم المخاطر التي تواجهها الصكوك و اتخاذ القرارات المناسبة و المتوافقة

مع احكام الشريعة الاسلامية و التي من خلالها يتم اما عزل او تذييل تلك المخاطر بما يسمح بتعظيم الربح و الرفع من القيمة السوقية للصك"

2. خطوات ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية:

يقوم منهج ادارة المخاطر بصفة عامة و مخاطر الصكوك الاسلامية بصفة خاصة على مجموعة من الخطوات تتمثل فيما يلي (19)

اولا :استشعار و تحديد المخاطر:

ان ادارة المخاطر تقوم اولا على تحديد المخاطر و استشعارها قبل وقوعها ان امكن ,فيتم تحديد نوع الخطر ان كان خطر عام او خطر خاص و يتم تحديد المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الاسلامية من خلال :

- الخبرات المكتسبة من طرف المستثمرين او المضاربين ...الخ.

- الاحصائيات السابقة و الحالية و حتى المستقبلية لتطور الصكوك و السلع او الخدمات التي يمثلها الصك.

- نوع الصكوك و مدى ارتباطها بمحيطها.

- الاستعانة بالمحللين و المستشارين في هذه السوق.

- الاخذ بأراء العملاء و المتدخلين في سوق الصكوك

ثانيا :تقييم و قياس المخاطر :

خلال هذه المرحلة يتم تقدير احتمال وقوع المخاطر و كذا الخسائر الممكن حدوثها ,فيتم وضع بطاقة خاصة بالمخاطر الممكنة , فيتتم وضع اهم المعلومات الخاصة بكل نوع من المخاطر سواء تعلق الامر بحجم الخسائر التي يمكن ان يوقعها الخطر(كبيرة -متوسطة-ضعيفة) ,مدة الخطر و كذا احتمال وقوع الخطر ,و بالتالي يمكن اخذ فكرة عن كل نوع من الصكوك و نوع المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها مما يسمح باتخاذ الاجراءات اللازمة للتعامل مع كل نوع من المخاطر.

ثالثا :دراسة البدائل الممكنة للتعامل مع الخطر:

بعد ان يتم تحديد المخاطر و تقييمها و قياسها و ترتيبها ,يأتي الدور على البدائل المناسبة ,ففي هذه المرحلة و اعتمادا على بطاقة المعلومات الخاصة بكل نوع من المخاطر يتم دراسة جميع البدائل المتوفرة للتعامل مع كل نوع من الصكوك الاسلامية ,و كيف يمكن لكل بديل ان يحقق السياسة المرغوب في انتهاجها و التي قد تكون تجنب تلك المخاطر و عدم مواجهتها ,تقليل المخاطرة ,نقلها او اقتسامها (20)

رابعا : اختيار البديل المناسب:

بعد دراسة جميع البدائل الممكنة من جهة و المخاطر المحتملة او الواقعة من جهة اخرى يتم اختيار البديل او البدائل المناسبة لادارة تلك المخاطر و التي تحقق اكبر فعالية و بأقل تكاليف ممكنة.

خامسا :تنفيذ البديل او البدائل المختارة:

بعد اختيار البدائل المناسبة تأتي مرحلة التنفيذ من خلال وضع آليات مواتية لتنفيذها دون اغفال جانب المتابعة و المراجعة لهذه الآليات و محاولة تحسينها في كل مرة

3. آليات ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية: لقد شجع الاسلام على حفظ المال في العديد من المناسبات و بالتالي فهو لا يمانع باستعمال الآليات التي تسمح بالحفاظ على هذا المال الذي قد يضيع وسط المخاطر المحيطة به , و هو ما ينطبق على الصكوك الاسلامية و بما انها نوع من المال و هي محاطة بمجموعة من المخاطر المذكورة اعلاه فيمكن بالتالي لحملة الصكوك ان يعتمدوا على الآليات المسموح بها شرعا لإدارة هذه المخاطر و الوقاية منها و نذكر اهمها:

1.3. دراسة الجدوى الاقتصادية :

يعتبر مصطلح الجدوى الاقتصادية من المصطلحات التي صارت متداولة على عدة مستويات و قد اختلف تعريف هذا المصطلح بين المفهوم الواسع الذي يقصد كافة الدراسات التمهيديّة و التفصيلية التي تتم على الفرض الاستثمارية منذ طرحها كفكرة حتى الوصول الى القرار النهائي بقبول بعض الفرض التي تكون مبررة اقتصاديا و رفض بعض الفرض التي لا مبرر لها اقتصاديا , و المفهوم الضيق الذي يعني دراسة جدوى المشروعات في مرحلة سابقة لمرحلة التقييم و مرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الاستثمارية(21)

اما تعريف الجدوى الاقتصادية من منظور اسلامي فتعرف على انها : "الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع ابعاده الشرعية ,الاقتصادية و الاجتماعية لتقييم العائدات المتوقعة و التوخي او التقليل من المخاطر الاقتصادية و مخاطر مخالفة القواعد الشرعية من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الاسلامية من حيث النشاط الحلال ,فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الامثل للموارد من خلال حفظ المال و تنميته و مراعاة الاولويات الاسلامية في الاستثمار وفقا للضروريات و الحاجيات و التحسينات و ديمومة متابعة العملاء ,بالإضافة الى الكفاءة الاجتماعية و ما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل , و تحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع و الخير , و الالتزام بالأخلاقيات الاسلامية , و كل هذه من شأنه ان يساهم في تخفيض مجمل مخاطر الصكوك الإسلامية (22).

2.3. اعتماد هيئة الرقابة الشرعية:

لأجل تجنب خطر الوقوع في مخالفة احكام الشريعة الاسلامية وجب اعتماد هيئة للرقابة الشرعية تجمع بين عدد من الاقتصاديين و الفقهاء , و التي من مهامها اعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على اساسها الصكوك عند الاصدار , و مراجعة النماذج و اجراءات العمل و آليات التداول و الاطفاء للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.

3.3. تنويع محفظة الصكوك : لا تضع كل البيض في سلة واحدة ,القصد من هذه المقولة هو التنويع و التنويع الكفء الذي يعمل على خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد الصك و من اهم اساليب التنويع نذكر(23) :

أ. **تنويع جهة الاصدار :** و يقصد بتنويع جهة الاصدار عدم توجيه كل المدخرات او المخصصات لاستثمارها في صكوك مؤسسة واحدة بل ينبغي استثمارها في عدد من الاصدارات , و ثمة اسلوبين شائعين في هذا الصدد :

✓ **التنويع الساذج او العشوائي :** او التنويع البسيط و الذي يقوم على فكرة اساسية هي انه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائداتها فالمخاطر التي تتعرض لها محفظة الصكوك الممثلة لإصدارات ثلاث مؤسسات تكون اقل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الممثلة لإصدار مؤسستين و التي تكون هي الاخرى اقل من المحفظة المكونة من صكوك ممثلة لمؤسسة واحدة .

✓ **تنويع ماركويتز (Markowitz):** عكس التنويع السابق فإن تنويع ماركويتز لا يتم بطريقة عشوائية فاختيار الصكوك الممثلة للمحفظة يتم تحديده بعد دراسة درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها فإذا العلاقة بين عوائد الصكوك المكونة للمحفظة قوية فإن احتمال تعرضها لمخاطر كبيرة يكون كبيراً و كلما كانت العلاقة بين الصكوك المكونة للمحفظة مستقلة (معامل الارتباط قريب أو يساوي الصفر) أو علاقة عكسية كلما كانت المخاطرة اقل.

ب. تنويع تواريخ الاستحقاق: باعتبار ان الصكوك تصدر لفترة معينة ينتهي العمل بها بانتهاء المشروع الممثل لها فيستحسن تنويع الاستثمار في الصكوك الممثلة لمشاريع مختلفة المدة و ان لا تكون ذات فترة واحدة .

4.3. التحوط الاسلامي: يستخدم مصطلح التحوط للدلالة على تحييد المخاطر و تقليصها و هناك من يفرق بين التحوط و التأمين باعتبار ان التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن امكانية الربح , اما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بامكانية الربح .

فالتحوط بهذا المعنى لا يخالف مقاصد الشريعة الاسلامية طالما اعتمد على وسائل جائزة و غير مخالفة للشريعة الاسلامية كالقمار و الميسر , فمنهج الشريعة الاسلامية يقوم على ربط المخاطرة بالملكية و من ثم النشاط الحقيقي المولد للثروة , فالتحوط يكون مقبولا طالما ارتبط بالنشاط الحقيقي , و هذا ما يضمن ان يكون تبادل المخاطر ملازما لتوليد الثروة , و بذلك يمكن تحقيق ايجابيات توزيع المخاطر دون الوقوع في سلبيات المجازفة التي تؤدي اليها المشتقات المالية بصورتها المطبقة في اسواق المال التقليدية.(24)

5.3. تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال او الربح: و هو ما يسمى عند الملكية بالوعد الملزم , ويتم ابراز الضمان في نشرة الاصدار اين يلتزم طرف ثالث قد يكون شخصا طبيعيا او معنويا - يكون له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط عادة- بضمان رأس المال او نسبة معينة من الارباح , كما يمكن للدولة ان تعلن عن التزامها بضمان رأس المال او ضمان نسبة من الربح لحملة الصكوك , فتقوم الدولة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين يتماشى مع خططها الاقتصادية بما يحقق التوازن بين مختلف الانشطة الاقتصادية .(25)

6.3. التأمين التكافلي او الاسلامي: يقوم التأمين التكافلي على مبدأ التأمين التعاوني , بالإضافة لكون استثماراته لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية, وفيه يقوم المشترك بدفع اشتراك لحساب خاص "حساب المشتركين" يخصص لمواجهة الخسائر المالية التي قد يتعرض لها أحد المشتركين نتيجة لوقوع حادث مشمول ضمن تغطيات وثيقة تأمينية . تقوم شركة التأمين التكافلي بإدارة هذا الحساب لصالح المشتركين من الناحيتين الفنية و الاستثمارية.

- من شروط التأمين التكافلي الفصل بين الأموال الخاصة بالمشاركين "حساب المشتركين" و الأموال الخاصة بالمساهمين "الإدارة", و يكون كل منهما في حساب مستقل

- في حال نتج فائض في حساب المشتركين بعد حسم كافة المطالبات المدفوعة و الاحتياطات الفنية والتكاليف الإدارية الخاصة بالعمليات التأمينية , يوزع هذا الفائض على المشتركين مع مراعاة أجر الشركة الإداري.

و يعتبر هذا التأمين آلية من الآليات الاسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الاسلامية خاصة مخاطر الاصول و المخاطر الائتمانية , حيث يمكن من خلال تأمين كافة الاصول الاستثمارية الممثلة في الصكوك الاسلامية من المخاطر التي تعترضها.

خلاصة : خلاصة هذه الورقة البحثية هي انه و رغم الفوائد و الآثار الإيجابية التي توفرها الصكوك الاسلامية و التوازن الذي تحققه بين الجانب الشرعي و الاقتصادي إلا ان هذا التوازن قد يكون عرضة للانحياز عند مواجهة مجموعة من المخاطر منها ما هو خاص و منها ما هو عام , فالصكوك الاسلامية و كغيرها من الادوات المالية المتوفرة في السوق معرضة لمخاطر متعلقة بالسياسة العامة في البلاد و مخاطر السوق , اضافة لمخاطر مخافة الشريعة , و لمواجهتها او تجنبها و يجب اعتماد الآليات الناجمة لادارة هذه المخاطر و التي من بينها اعتماد هيئة للرقابة الشرعية , التنوع , التحوط الاسلامي و ضمان طرف ثالث ... الخ

المراجع :

- 1- المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية, المعيار الشرعي رقم (17) "صكوك الاستثمار", المناصرة, البحرين 2010, ص:238.
- 2- مجلة مجمع الفقه الاسلامي الدولي, عن منظمة المؤتمر الاسلامي بجدة, الدورة الرابعة, المجلد الثالث, 1988, ص:2140.
- 3- القره داغي علي محي الدين, بحوث في فقه البنوك الاسلامية -دراسة فقهية اقتصادية- , دار البشائر, ط1, بيروت 2002, ص:338-339.
- 4- المعايير الشرعية, مرجع سابق, ص:291.
- 5- حسين شحاتة, عطية فياض " الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الاوراق المالية -البورصة-", دار الطباعة و النشر الاسلامية, ط1, القاهرة, 2001, ص:72
- 6- زياد الدماغ, " دور الصكوك الاسلامية في دعم الوقف الاسلامي " المؤتمر العالمي :قوانين الاوقاف و ادارتها -وقائع و تطلعات -, "الجامعة الاسلامية العالمية *ماليزيا*", 20-22 اكتوبر 2009, ص:04
- 7- المعايير الشرعية, مرجع سابق, ص:290
- 8- المرجع السابق, ص:293
- 9- عبد الكريم قندوز, "الهندسة المالية الاسلامية: دورها في انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية و امدادها بالادوات المالية الشرعية", المؤتمر العالمي السنوي الخامس عشر حول اسواق الاوراق المالية و البورصات, جامعة الامارات العربية المتحدة, 2007, ص:24
- 10- القره داغي, صكوك الاجارة, مجلة مجمع الفقه الاسلامي, ج2, ع15, منظمة المؤتمر الاسلامي 2004, ص:151, 177
- 11- ماهية المخاطرة (what is risk), www.gulfbase.com
- 12- غازي المومني ادارة المحافظ الاستثمارية, دار المناهج, ط1, عمان 2002, ص:80
- 13- جابر محمد صالح, الاستثمار بالاوراق المالية و مدخل في التحليل الاساسي و الفني للاستثمارات, دار وائل للنشر, ط2, عمان 1989, ص:94
- 14- بكر ربحان, صيغ التمويل و الاستثمار في المصارف الاسلامية, البنك الاسلامي الاردني, عمان 2002, ص:94

- 15- اسعد رياض ,استخدام الادوات المالية الحديثة في ادارة المخاطر بالمصارف الاسلامية , مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الاسلامية , الاكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية ,عمان-الاردن 2004, ص:25.
- 16- صفية احمد ابو بكر,الصكوك الاسلامية ,مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول ,دي 31/05-03/06/2009, ص: 19
- 17- طارق عبد العال حامد ,إدارة المخاطر: افراد-إدارات-شركات-بنوك ,الدار الجامعية ,الاسكندرية 2003, ص:51
- 18- ابن القيم الجوزية ,زاد المعاد في هدي خير العباد ,دار التقوى ,القاهرة تاريخ النشر ,ص:418
- 19- Introduction a la gestion du risque,Bureau d'assurance du canada,canada ,mai2010,pp:4-7
- 20- سمير عبد الحميد رضوان ,المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة ادواتها ,ط1, دار النشر للجامعات ,مصر 2005 ,ص:314-315
- 21- سعيد عبد العزيز عثمان ,دراسات جدوى المشروعات بين النظرية و التطبيق ,الدار الجامعية .مصر- الاسكندرية 2000,ص:14
- 22- اشرف دواية ,الصكوك الاسلامية بين النظرية و التطبيق ,ط1, دار السلام للطباعة و النشر ,القاهرة 2009 ,ص:124
- 23- ابراهيم منير الهندي , أدوات الاستثمار في اسواق رأس المال -الاوراق المالية و صناديق الاستثمار ,المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية ,القاهرة 1994,ص.ص:196-214
- 24- سامي بن ابراهيم السويلم ,التحوط في التمويل الاسلامي ,البنك الاسلامي للتنمية ,جدة 2007 ,ص.ص:66-67
- 25- حسين حامد حسان ,ضمان رأس المال او الريح في صكوك المضاربة او سندات المقاربة ,مجلة مجمه الفقه الاسلامي ,منظمة المؤتمر الاسلامي