

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة
كلية الشريعة و الاقتصاد
قسم الاقتصاد و الإدارة
ملتقى دولي حول:

النظام المالي الدولي و المالية الإسلامية

يومي 11 و 12 نوفمبر 2013

عنوان المداخلة:

" الصكوك الإسلامية كبديل للأدوات التقليدية في تمويل المشاريع التنموية "

محور المداخلة: المقارنة العملية والعلمية بين التمويل الإسلامي والتمويل السائد لتحديد إيجابية البديل ومدى استفادته من تجربة النظام الكلاسيكي

من إعداد:

أ.شعيب يونس: أستاذ بكلية الشريعة و الاقتصاد

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة

Email: y.chouaib@hotmail.com

ملخص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات تعبئة الموارد في الوقت الحاضر، فهي تلي الحاجات التمويلية للمشروعات الضخمة التي تقيمها المؤسسات الحكومية من أجل تحقيق النفع العام مثل: بناء المستشفيات و الطرق و الجسور و غيرها من المرافق العامة، كما تلي أيضا الحاجات التمويلية للمؤسسات الخاصة من أجل إنشاء المشروعات المنتجة للسلع و الخدمات التي تدر أرباحا و عائدات لأصحابها. ويمكن أن توظف الصكوك لتمويل برامج التأهيل و التدريب على المهن و الحرف كالنجارة وصيانة الأجهزة الإلكترونية، و المشروعات الصغرى التي تعمل على حل مشكلة البطالة التي تعاني منها المجتمعات الإسلامية.

من هنا تبرز أهمية هذه الصكوك، و بالتالي سوف تناقش هذه الورقة بصورة رئيسية موضوع الصكوك الإسلامية و إمكانية استخدامها كبديل للأدوات التقليدية في تمويل المشروعات التنموية، واضعين في الاعتبار المخاطر المختلفة التي يمكن أن تواجه هذه الصكوك و كيفية إدارتها.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، المشاريع التنموية، صيغ التمويل الإسلامية، إدارة المخاطر.

Abstract :

The Islamic Sukuk of the most important tools for resource mobilization at the present time, they satisfy financing needs of the projects, the huge set up by the government institutions in order to achieve public benefit, such as: building hospitals, roads and bridges and other public facilities, and also meet financing needs private institutions in order to create projects producing goods and services that generate revenue and profits for the owners. And can employ Sukuk to finance the rehabilitation and training programs on the professions and trades such as carpentry and maintenance of electronic devices, and micro-enterprises that work on solving the unemployment problem faced by the Islamic societies.

From here, highlights the importance of these instruments, and therefore this paper will discuss mainly the subject of Islamic Sukuk and can be used as an alternative to traditional tools in the financing of

development projects, taking into account the different risks that can be faced with these Sukuk and how to manage them.

Keywords: Islamic Sukuk, government projects, Islamic modes of financing, Risk management.

مقدمة:

يشهد العالم تسابقاً محموماً نحو ابتكار منتجات مالية تلائم الواقع وتفي بالاحتياجات التمويلية المتزايدة، وقد كان للهندسة المالية الإسلامية الفضل في ابتكار وتصميم وتطوير أداة مالية مستحدثة، تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، وقادرة على تقديم حلول خلاقة ومبدعة لمشكلة التمويل، وتمثل هذه الأداة في الصكوك الإسلامية، فهذه الأخيرة ظهر الاهتمام بها جلياً من خلال إطلاق مؤشرات للصكوك الإسلامية، وإصدار جملة من الأنظمة والتشريعات المنظمة للتصكيك وما يتعلق به في بعض الدول الإسلامية.

فقد شهدت الصكوك الإسلامية نمواً استثنائياً في السنوات الأخيرة حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، حيث بلغ حجم الإصدارات العالمية خلال العام 2012 نحو 138 مليار دولار، ويتوقع أن يصل إلى 290 مليار دولار بحلول العام 2016¹. والصكوك الإسلامية المصدرة لم تقتصر على مؤسسات الأعمال فقط، بل امتدت لتشمل الحكومات التي أصبحت تستخدمها لأغراض إدارة موازنتها العامة، بهدف توفير التمويل اللازم لمشاريعها التنموية. وبناء على ما سبق يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

كيف يمكن استخدام الصكوك الإسلامية كبديل في تمويل المشاريع التنموية؟

وفي ضوء هذه الإشكالية تم تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

1. الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.
2. دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية.
3. مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق إدارتها.

¹ Sohail Jaffer, GROWING DEMAND FOR CORPORATE SUKUK, IFN EUROPE Forum 2013, 28 May 2013, p 3.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

أولاً- تعريف الصكوك الإسلامية:

1. مفهوم الصكوك لغة:

جاء لفظ الصك في قواميس و معاجم اللغة بمعان مختلفة:

- فقد يطلق الصكّ و يراد به الضرب الشديد بالشيء العريض، و قيل هو الضرب عامة بأي شيء كان²، و منه قوله تعالى: "فأقبلت امرأته في صرة فصكت وجهها و قالت عجوز عقيم"³.
- كما يدل على تلاقي شيئين بقوة و شدة، حتى كأن أحدهما يضرب الآخر، يقال صك الباب: أغلقه بعنف و شدة⁴.
- كما يطلق الصك و يقصد به الكتاب، و قيل الصك ما يكتب فيه عن مال مؤجل أو نحوه⁵.

2. مفهوم الصكوك الإسلامية اصطلاحاً:

عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"⁶.

و يمكن القول بأن الصك الإسلامي عبارة عن: وثيقة مالية متساوية القيمة، تصدر وفق عقد شرعي، تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب.

ثانياً- الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص تشترك فيها مع الأدوات المالية الأخرى، وخصائص تتميز بها عن غيرها من الأوراق، و من أهم هذه الخصائص ما يلي:

² ابن المنظور، لسان العرب، دار المعارف، المجلد 4، ج 28، دت، ص 2474.

³ سورة الذاريات، آية 29.

⁴ أبو الحسن أحمد بن فارس، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر، ج 3، كتاب الصاد، دت، ص 276.

⁵ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981، ص 256.

⁶ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010، ص 238.

- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية (موجودات مخصصة للاستثمار أعيانا أو منافع أو خدمات)⁷، يصدر بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكة فيما يمثله الصك من حقوق والتزامات مالية.
- تشترك الصكوك في استحقاق الربح بنسبة محددة و تحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثليها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقا من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع⁸.
- يلزم حامل الصك صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، ولا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك، ويمكن شرعا ضمان طرف ثالث شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته ومستقلا في ذمته المالية عن طرفي العقد⁹.
- يصدر الصك على أساس عقد شرعي، و يأخذ أحكامه، كما يلتزم بالضوابط الشرعية عند التداول¹⁰، إضافة إلى تخصيص حصيلة الاكتتاب للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- يتحمل حامل الصك كافة الأعباء المترتبة على ملكية الموجودات، سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوطا في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين¹¹.
- تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب المال¹².

ثالثا- أنواع الصكوك الإسلامية:

نظرا لأن آلية إصدار الصكوك الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية ، فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك إلى الآتي:

⁷ عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مشهورة برقم 2012/8603، جامعة الأزهر، 2013، ص 8.

⁸ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

⁹ وليد يوسف الشايجي، عيد الله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية - معالم الواقع و آفاق المستقبل، المنعقد أيام: 15-17 ماي 2005، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص938.

¹⁰ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 240.

¹¹ عادل عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 08.

¹² وليد يوسف الشايجي، عيد الله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، مرجع سابق، ص 938.

1. صكوك المضاربة:

و تعرف بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال المضاربة، و ذلك بإصدار صكوك ملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية، و مسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة، و ما يتحول إليه بنسبة كل منهم"¹³.

2. صكوك المشاركة:

عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، و تدار صكوك المشاركة على أساس عقد الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة"¹⁴.

3. صكوك المزارعة:

و هي عبارة عن: "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول"¹⁵، و يعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزراعين بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض.

4. صكوك المساقاة:

و هي عبارة عن: "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة"¹⁶، و يقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقى، حيث تمول حصيلة الصكوك مختلف الأنشطة المتعلقة بالسقي، كالري و التسميد و التقليم و معالجة الآفات الزراعية... الخ.

¹³ قرار رقم 30 (4/3)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سابق، ص 1809.

¹⁴ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 239.

¹⁵ صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، المنعقد أيام: 31 ماي-03 جويلية

2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، ص 12.

¹⁶ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

5. صكوك المرابحة:

و تمثل "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك"¹⁷، و نجد أن المصدر لتلك الصكوك هو البائع للسلعة، و المكتتبون فيها هم المشترون، أما حصيلة الاكتتاب فهي تكلفة الشراء.

6. صكوك السلم:

يمكن تعريفها بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"¹⁸، و بالتالي يصبح المصدر لتلك الصكوك هو البائع، و المكتتبون هم المشترون، و حصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء سلعة السلم.

7. صكوك الاستصناع:

و هي عبارة عن "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك"¹⁹، فالمصدر لتلك الصكوك هو الصانع، و المكتتبون هم المشترون للعين المراد صنعها، و حصيلة الاكتتاب تكلفة المصنوع.

8. صكوك الإجارة:

تعرف صكوك الإجارة على أنها: "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، و الغرض منها تحويل الأعيان والمنافع و الخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية"²⁰، و صنفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى:²¹

أ. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

¹⁷ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 239.

¹⁸ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

¹⁹ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

²⁰ Monzer Kahf, The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap, Islamic Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol : 4, No: 2, May 1997, P 82.

²¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 238.

و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، بغرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاككتاب فيها، و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب. صكوك ملكية المنافع:

و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو موصوفة بالذمة، بغرض إجارة منافعها، و استيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ج. صكوك ملكية الخدمات:

و هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، و استيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

رابعا: آلية إصدار و تداول الصكوك:

تتطلب عملية إصدار و تداول الصكوك إجراءات فنية و ضوابط شرعية تبدأ منذ الإعلان عن الاككتاب فيها، ثم ترافق عمليات التداول، و تستمر حتى إطفاء الصكوك و انتهاء أجلها.

1. إصدار الصكوك:

- تشتمل عملية الإصدار على مجموعة من الخطوات يمكن إجمالها فيما يلي:²²
1. إعداد التصور و الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك في نشرة الإصدار.
 2. تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص SPV، يكون لها شخصية اعتبارية، و ذمة مالية مستقلة، و مملوكة بالكامل للمستثمرين.
 3. طرح الصكوك للاككتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
 4. تسويق الصكوك: و ذلك إما بطرحها مباشرة إلى الجمهور، و إما بيعها إلى مؤسسة وساطة مالية، و هي تقوم بتسويقها و بيعها إلى حاملي الصكوك.

²² أسامة عبد الحلیم الجوزية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بيروت، 2009، ص 42-43.

5. التعهد بتغطية الاكتتاب: حيث يلتزم متعهد تغطية الإصدار بشراء ما لم يكتب فيه و يبيعه تدريجياً.

2. تداول الصكوك:

سنحاول التعرف على آلية تداول الصكوك الإسلامية حسب حالتها:²³

أ. إذا كانت أعيانا: فلا خلاف حول بيعها و تداولها، لكون البيع هنا جزءا مشاعا من شيء موجود فعلا، أما إذا كانت موجودات المشروع خليط من النقود و الديون و الأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقا لسعر التراضي على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع.

ب. إذا كانت نقودا: يجب مراعاة ما يلي عند بيعها:

- يباع فيه الصك دون زيادة و لا نقصان.
- يكون التقابض في المجلس لكونهما نقدين.

ج. إذا كان ديناً: يبيع صكوك الدين كصكوك السلم و الاستصناع هو من قبيل البيع قبل القبض المنهي عنه شرعا.

3. إطفاء الصكوك:

يقصد بإطفاء الصك استرداد المال الداخل في المشروع، و يتم بإحدى الطرق التالية:²⁴

أ. تصفية المشروع و تنضيضه حقيقة (بيعه و تحويله إلى سيولة نقدية)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه و نصيبه من الأموال المتوافرة سواء كانت الحصيلة ربحاً أو خسارة.

ب. التنضيض الحكمي، أي تقويم المشروع من قبل الخبراء، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.

ج. تمليك الموجودات بالهبة أو بتمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتملك.

²³ أشرف دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع و الترجمة، ط1، القاهرة، 2009، ص 91-

²⁴ أسامة عبد الحلیم الجوزية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص 48. نقلا عن: عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات و الأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دله البركة، ج2، ص 110.

وهذا الإطفاء إما يكون كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

خامساً- مقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية التقليدية:

الصكوك والسندات والأسهم هي أدوات مالية يتم التعامل بها في الأسواق المالية ونحتاج إلى أن نفرق بينهما؛ حتى نفهم طبيعة هذه الأدوات وخصائصها المميزة وسنقوم بالمقارنة بين الصكوك والأسهم من جهة، وكذلك الصكوك والسندات من جهة أخرى، وذلك بالاعتماد على معايير محددة.

1. المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

تشابه الصكوك مع السندات في بعض الخصائص وتختلف في أخرى، ويمكن عرض أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1):

المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

| المعيار | الصكوك الإسلامية | السندات التقليدية |
|------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 1. الطبيعة والشكل القانوني | حصة شائعة في الموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة | قرض ربوي بفوائد ثابتة |
| 2. آلية الإصدار | الاكتتاب العام أو الخاص مع مراعاة الضوابط الشرعية | الاكتتاب العام أو الخاص |
| 3. التداول | قابليتها للتداول باستثناء صكوك السلم والاستصناع | قابليتها للتداول |
| 4. الأرباح والعوائد | العائد يكون طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة | الفوائد دورية ومحددة سلفاً |
| 5. القابلية للتحويل إلى أسهم | غير قابلة لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة | هناك أنواع منها قابلة للتحويل إلى أسهم |
| 6. التزامها بالضوابط الشرعية | نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية | لا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية |
| 7. التمثيل القانوني للمالكين | تنشأ هيئة مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم باعتبارهم "أرباب عمل" | تنشأ هيئة مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم باعتبارهم "مقرضين" |
| 8. ضمان رأس المال | لا ضمان لرأس المال، ويمكن شرعاً ضمان طرف ثالث مستقل | تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد |

المصدر: وليد الشايحي، عبد الله الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005، ص938.

2. المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

يمكن تلخيص أوجه الشبه والاختلاف بين هذين الورقتين الماليتين في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2):

المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم

| المعيار | الصكوك الإسلامية | الأسهم |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 1. الملكية | الملكية على الشيوع لعين محددة | الملكية على الشيوع لأصول المشروع |
| 2. الأرباح والعوائد | الربح مدروس من خلال دراسة جدوى حقيقية وقابل للتوقع | الربح مدروس من خلال دراسة جدوى حقيقية وقابل للتوقع |
| 3. حق التصويت | لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية | يحق له التصويت في الجمعية العمومية |
| 4. الأجل | لها أجل محدد بعقد الصكوك | أجلها المحدد هو نهاية عمر الشركة المحدد بالنظام الأساسي للشركة |
| 5. تحمل الالتزامات | لا يتحمل مالك الصك التزامات وديون المصدر عند التصفية (لأنه غير مالك لأصول الشركة ككل بل لعين محددة) | يتحمل المساهم نصيبه من سداد التزامات الشركة عند التصفية |
| 6. إدارة الشركة | لا يمكن لحملة الصكوك إدارة الشركة | يحق للمساهمين إدارة الشركة من خلال مجلس الإدارة |
| 7. تغيير النشاط | تصدر الصكوك لمشروع معين لا يمكن تغييره | يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدرة السهم أن تغير من نشاطها |

المصدر: ملحق مجلة التمويل الإسلامي، الصكوك في ثلاثين سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، منشورة على الموقع الرسمي للجمعية على الرابط: www.eifa.co، ص 6.

المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية

تشير التوقعات بزيادة حجم سوق الصكوك الإسلامية نحو ثلاثة تريليون دولار بحلول عام 2015²⁵. كما تؤكد التجارب العملية لإصدارات الصكوك في عدد من البلدان الإسلامية والخليجية والإفريقية قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشاريع التنموية الكبرى، وفي ذلك تحقيق قيمة مضافة للاقتصاد ولهذه الصكوك.

أولاً- تمويل مشاريع البنية التحتية:

البنية التحتية عبارة عن الهياكل المنظمة اللازمة لتشغيل المجتمع أو المشروع²⁶، وكذلك الخدمات والمرافق اللازمة لكي يعمل الاقتصاد. وهي تمثل مصطلحاً هاماً للحكم على تنمية الدولة أو المنطقة. وهذا المصطلح يشير في الغالب إلى الهياكل الفنية التي تدعم المجتمع، مثل الطرق والجسور وموارد المياه والصرف الصحي والشبكات الكهربائية والاتصالات عن بعد وما إلى ذلك. ويمكن تمويل هذا النوع من المشاريع عن طريق الصكوك الإسلامية بالاعتماد على العديد من الصيغ الشرعية، فعن طريق صكوك المضاربة يمكن إنشاء محطة لتحلية المياه مثلاً أو محطة لتوليد الطاقة الكهربائية، أو في توسعة المحطات الحالية، بحيث تحسب قيمة رأس المال للمحطة الحالية، ويضاف لها قيمة الصكوك اللازمة لتوسيعها، ليشكل المجموع رأس المال الجديد للمحطة، فتكون مضاربة يخلط فيها المضارب ماله مع مال المضاربة، و يكون عائد الصك جزء من ربح المشروع، وذلك بتقسيم الأرباح على مجموع الصكوك.²⁷

²⁵ تقرير منشور على الموقع الإلكتروني لمجلة الصيرفة الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 19 جويلية 2013، الساعة 11:25، الرابط:

[/http://www.islamicbankingmagazine.org](http://www.islamicbankingmagazine.org)

²⁶ *Infrastructure*, Online Compact Oxford English Dictionary, <http://oxforddictionaries.com/definition/english/infrastructure> (accessed in :August 20, 2013)

²⁷ منذر فحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط2، 2000.

وعن طريق صكوك الإجارة يمكن للحكومة تمويل بناء الجسور، والمطارات، والطرق، والسدود، وغيرها من مشاريع البنية التحتية الصماء، وهنا يكون أصحاب الصكوك مالكين لهذه المشاريع والحكومة مستأجرة لها. ثم تقوم الحكومة باعتبارها مستأجرة بفتح الطريق لسير السيارات، والجسر للعبّرين عليه، وباستعمال السد لحجز المياه، وتخزينها، وتوزيعها على المواطنين.²⁸

وبفضل صكوك الاستصناع يمكن تمويل مشاريع الإسكان والبنية التحتية، مثل بناء مجمع سكني أو إداري أو مطار أو رصف طريق، وذلك بإصدار صكوك تمول حصيلتها تكاليف إقامة هذه المشاريع، وتدخل الحكومة أو الشركة في عقد استصناع بصفقتها مستصنعة (مشتريّة) مع ممثل حملة الصكوك، ويقوم هذا الأخير بإقامة المشروع عن طريق التعاقد مع المقاولين وغيرهم بعقد استصناع مواز وبمثل العائد أو الربح على صكوكهم. ويستحق حملة الصكوك الفرق بين تكلفة إنشاء المشروع والتمن الذي بيع به للحكومة.

ثانياً- تمويل المشاريع الصناعية:

تعتبر المشاريع الصناعية ركيزة هامة من ركائز التنمية الاقتصادية، ويمكن الشركات الصناعية أن تستفيد من أصولها وملاءتها المالية في إصدار صكوك إسلامية لتمويل مختلف مشاريعها كآلية لتنويع مصادر التمويل.

فيمكن الاستفادة من صكوك الاستصناع في المجال الصناعي باختلاف أشكاله وأنواعه، كصناعة الطائرات والمركبات السفن - مما يمكن ضبطه بالمقاييس والصفات - ، وكذلك : صناعة الآلات المختلفة ، بل وحتى القطع الصغيرة في الآلات ، وذلك بدلاً من استيرادها من البلاد الأجنبية بقيم باهظة مع مشقة النقل وتكلفته العالية²⁹. و يكون المصدر لصكوك الاستصناع هو البائع والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد بيعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع ويملك حملة الصكوك ما

²⁸ أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص 130.

²⁹ مداني أحمد، نحو تطبيق عملي مقترح لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة بالإستصناع في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الأول حول: بحث في سبل تطوير البدائل التمويلية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 24-25 نوفمبر 2008، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، ص 11.

يتم صنعه ويستحقون ثمن بيع العين المصنوعة، وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المباعة استصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

كما يمكن استخدام صكوك المضاربة الصناعية في تمويل مشاريع شركة صناعية، حيث تقوم هذه الأخيرة مثلاً بشراء برأس مال المضاربة أقمشة و تفصلها على شكل أثواب أو قمصان، أو تقوم بشراء حبيبات بلاستيكية وتحولها إلى أنابيب وأباريق وجالونات، وهذا العمل نوع من التجارة المصنعة³⁰، وعليه يتم طرح هذه الصكوك للاكتتاب على أساس شراء المواد الخام وتجهيز الإنتاج للتصدير مثلاً، ويتم إعلان طريقة تحقيق الأرباح ونسبة التوزيع وسائر الشروط المقبولة شرعاً. وتعتبر صكوك المضاربة الصناعية من بين الصيغ المفضلة لتمويل السلع الرأسمالية للحرفيين وصغار المنتجين و الصناع المحدد الذين تنقصهم الملائة المالية التي تسمح بتمويلهم.

ثالثاً- تمويل المشاريع الزراعية:

يمكن للصكوك الزراعية من صكوك مزارعة و مساقاة أن تساهم بشكل كبير في عملية التنمية الزراعية، و ذلك من خلال توفير المبالغ اللازمة لاستثمار الأراضي الصالحة للزراعة وإعادة تأهيلها من شق قنوات وبناء سدود وتوفير جميع الوسائل المادية والبشرية للإنتاج الزراعي.

كما يمكن أن تشكل الصكوك بأنواعها تكاملاً للحلول التمويلية الزراعية: "فمن طريق صكوك المزارعة و المساقاة يتم توفير الأراضي اللازمة للزراعة، و عن طريق إصدار صكوك السلم يتم توفير الأموال اللازمة للزراعة، و عن طريق إصدار صكوك الاستصناع و الإجارة المنتهية بالتمليك يمكن توفير الأموال اللازمة لشراء الآلات و المعدات الزراعية، و عن طريق إصدار صكوك الإجارة يمكن توفير الأموال اللازمة لإنشاء البنية التحتية الزراعية من إقامة سدود و حفر للآبار إنشاء قنوات صرف مياه السقي"³¹.

رابعاً- تمويل المشاريع الخدمية:

³⁰ فتية عبد الرحمان العاني، صكوك المضاربة الشرعية التخريج الفقهي والتصوير الفني، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول الأسواق المالية و البورصات، المنعقد يومي: 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 36.
³¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها -دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)-، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 84.

تعتبر صكوك الإجارة وسيلة فعالة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل مختلف المشاريع الحكومية التي تقدم خدمات عامة للمواطنين، مثل: إنجاز المحاكم، مراكز الأمن، مراكز البحث العلمي، بالإضافة إلى مشاريع البنية التحتية، مثل: بناء الجسور و المطارات و الطرق و السدود، و في هذه الحالة تكون الحكومة هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين يكونون هم المالكين لهذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة -بصفتها مستأجرا- بإباحة الطريق لسيير السيارات، والجسر للعابرين عليه، وباستعمال السد لحجز المياه وتخزينها وتوزيعها على السكان³²، لتشكل بذلك بديلا إسلاميا عن السندات التقليدية و سندات الخزينة.

كما يمكن الاستفادة من صكوك إجارة الخدمات في تمويل مشروعات في مجالات مهمة، مثل: التعليم والصحة، والهاتف و النقل، كما يمكن اللجوء إليها في تمويل برامج الإسكان و التنمية العقارية من خلال إصدار صكوك إجارة المنافع المنتهية بالتمليك للمستأجر³³.

المبحث الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق إدارتها

أولا: مخاطر الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسبان عند عملية الإصدار بواسطة المصدرون Issuers والمستثمرون Investors على السواء ، وتختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك باختلاف هياكل إصدارها حسب صيغ البيوع والتمويل والاستثمار الإسلامية ، كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الموجودات المكونة لهذه الصكوك سواء كانت ثابتة أو منقولة أو منافع أو خدمات . ومن المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه الصكوك ما يلي:

1. المخاطر الائتمانية:

وتعرف بشكل عام بأنها: "احتمال عدم مقدرة العميل المقترض من سداد القرض وأعبائه وفقا للشروط المتفق عند منح الائتمان"³⁴، وتعلق المخاطر الائتمانية هنا باحتمالات عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في الوقت المحدد وبالشروط المتفق عليها.

³² منذر قحف، الإجارة المنتهية بالتمليك و صكوك الأعيان المؤجرة، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشر المنعقدة في مدينة الرياض، أيام: 21 إلى 27 سبتمبر 2000، ص 62.

³³ أسامة عبد الحلیم الجوزية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص 131.

وتأتي هذه المخاطر في حال استخدام حصيلة اكتتاب الصكوك في مشاريع تجارية تقوم بالمبادلات، فقد يدخل المشروع أثناء عمله في معاملات قائمة على أساس المدفوعات الآجلة.

فوجود الائتمان في العملية الاستثمارية سبب لوقوع الخطر بفعل عاملين أساسيين:³⁵

- مشكل اختيار العاملين القادرين على الوفاء بالتزاماتهم نتيجة نقص المعلومات.
- مشكلة سوء الأخلاق.

2. مخاطر السوق:

يمكن تعريف مخاطر السوق بأنها: "المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية نتيجة تقلبات أسعار الأصول المالية وأسعار صرف العملات التي تؤثر على أسعار الصكوك الاستثمارية في سوق المال"³⁶، فالصكوك الإسلامية تتعرض لهذه المخاطر، حيث إن مجال عملها هو السوق، والسوق بطبيعة الحال تنطوي على مخاطر نتيجة لعوامل لا تتحكم بها المؤسسة.

وإذا نظرنا إلى الصكوك الإسلامية، فإننا نجد أنها تعتمد في أصلها على الملكية وليس على المديونية كالسندات التقليدية. لذا فإن مخاطر السوق التي تواجه هذه الصكوك يمكن أن يكون من جهتين:³⁷

- الجهة الأولى: المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية (السلع والخدمات) التي تمثلها الصكوك.
- الجهة الثانية: مخاطر القيمة السوقية للصكوك نتيجة تداولها في السوق المالي.

3. مخاطر السيولة:

تظهر هذه المخاطر عندما لا يستطيع مصدر الصكوك 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 نتيجة

³⁴ ابتهاج مصطفى عبد الرحمن، إدارة البنوك التجارية، دار النهضة العربية، ط 2، القاهرة، 2000م، ص 444.

³⁵ أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن 2005، ص 91.

³⁶ المرجع السابق نفسه، ص 94.

³⁷ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة، مما يقلل من مقدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته في آجالها المحددة³⁸.

4. المخاطر التشغيلية:

تكون مخاطر التشغيل نتيجة الأخطاء البشرية أو الفنية أو الحوادث، فبينما تكون المخاطر البشرية بسبب عدم الأهلية، فإن المخاطر الفنية قد ترجع إلى الأعطال التي تطال أجهزة الاتصال والحاسب الآلي، أما مخاطر العمليات فقد تحدث لأسباب عديدة منها أخطاء مواصفات النماذج، وعدم الدقة في تنفيذ العمليات، والخروج عن الحدود الموضوعية للسيطرة على التشغيل³⁹، وتؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستمرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك، أو من خلال صورة أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة.

5. المخاطر القانونية:

هناك مخاطر قانونية تحيط بالصكوك الإسلامية، نظراً لأن النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول هي أنظمة وضعية وتقليدية، مما يجعل الكثير من مواردها لا تتوافق مع أحكام الشريعة، وقد تأتي هذه المخاطر من الموظفين المشرفين على إدارة الصكوك نتيجة قيامهم بالاحتيايل وعدم الالتزام بالضوابط والقوانين.

6. المخاطر الشرعية:

حيث ان الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة

³⁸ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي، تحت عنوان: إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف، المنعقد أيام: 6-8 أكتوبر 2012، بمعهد الدراسات المصرفية، عمان، ص 9.

³⁹ الأخضر اللقيطي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية -دراسة ميدانية-، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية - الجزائر، المنعقد أيام: 24 - 23 فيفري 2011، ص8.

خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط؛ فمثلا عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولا مؤجرة فيجب أن لا تزيد نسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله. وفي حال زادت الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكا صوريا. ولا شك ان هذه الصورية تبطل عقد التملك⁴⁰.

7. مخاطر صيغ التمويل الإسلامية:

- هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامية، و يمكن إجمالها فيما يلي:⁴¹
- **مخاطر صكوك المضاربة:** وهناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل سوء الامانة وكفاءة الشريك المضارب وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار المضارب والمدقق الداخلي.
 - **مخاطر صكوك المشاركة:** هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو المتابعة، لذلك لا بد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر.
 - **مخاطر صكوك الإجارة:** هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير أو عدم السداد (نتيجة عدم زيادة الإيجار) أو مشاكل صيانة العين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة أو منتجاتها.
 - **مخاطر صكوك الإستصناع:** هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل مخاطر التخزين والنقل (ويطلق عليها المخاطر الزمنية) أو عدم سداد الأقساط (نتيجة عدم زيادة السعر) أو اختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع.

⁴⁰ لاحم الناصر، مخاطر الصكوك، مقالة منشورة على جريدة الشرق الأوسط، العدد 10661، 5 فيفري 2008، الرابط:

<http://www.aawsat.com/details.asp?article=457184&issueno=10661#.UhnqUdJ7JKY>

⁴¹ زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية - ماليزيا، 15 - 16 جوان 2010، ص 7-8.

- **مخاطر صكوك البيوع:** وهناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعاً أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا تقع على عاتق البنك.

ثانياً- أدوات إدارة مخاطر الصكوك:

توجد أنواع عديدة من الوسائل والأدوات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ويعود ذلك لتنوع المخاطر التي تتعرض لها، كما أن المخاطر ليست ثابتة بل تتطور باستمرار، ولهذا يبقى على عاتق إدارة المخاطر العمل المستمر واليقظة لإيجاد وسائل جديدة تتناسب والمخاطر الجديدة التي قد تظهر. وفي هذا الجانب سنقدم أهم الأدوات المستعملة، وتمثل في:

1. 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 و الاجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق، كذلك يمكن تسجيل هذه الهيئة كشركة غير ربحية أو كجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية⁴².

2. تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار:

يمكن إنشاء صندوق احتياطي لمواجهة المخاطر الاستثمارية، حيث لا يوجد مانع شرعاً من اشتراطه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة، بحيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال أو انخفاض الربح عن حد معين في سنة معينة باعتبار ذلك تبرعاً ممن يملك رأس المال وعائده، وفي هذه الحالة فإن ما يزيد عن جبر الخسارة أو نقصان الربح يصرف في نهاية المشروع في وجوه الخير، ويمكن اشتراط موافقة المالك

⁴² زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص 9.

الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع، لأن الصك يحمل في ظهره ما يفيد اقتطاع نسبة من الأرباح لتكوين الاحتياطي لمخاطر الاستثمار⁴³.

3. الضمانات:

يعتبر الضمان من الأدوات الفاعلة في علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وأحد عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال. وللضمان أنواع متعددة يمكن من خلالها التعامل مع مخاطر الصكوك، ومن أبرز هذه الأنواع:⁴⁴

أ. الكفالة: وتعني التزام طرف بتحمل العبء عن طرف آخر على سبيل التبرع.

ب. الالتزام بالوعد: أصدر مجمع الفقه الإسلامي قراراً في هذا الشأن يلزم فيه العميل بالتعويض عن الضرر الذي لحق بالموعد نتيجة عدم الوفاء بالوعد، أي تعويض خسارة الصفقة، إن حصلت، عن بيع السلعة لطرف ثالث بأقل من ثمن شرائها.

ج. ضمان طرف ثالث: بمعنى إمكانية وجود جهة مستقلة عن جهة الإدارة وعن حملة الصكوك تضمن ما يحصل من نقصان أو خسارة في مشروع معين تم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية.

4. دراسة الجدوى الاقتصادية:

إن الصكوك الإسلامية أوراق مالية ليس لها قيمة سلعية، وإنما قيمتها بما تمثلها من أصول مالية حقيقية ممثلة مكونات المشروع الاستثماري. إذن فالصكوك الاستثمارية الإسلامية إنما تطرح لجمع رأس المال لإنشاء مشروع استثماري بحصيلة الاكتتاب فيها. ويكون المشروع صناعياً أو زراعياً أو تجارياً، وبالتالي يمكن أن تتعرض مثل هذه المشاريع لكثير من المخاطر نتيجة لعدم إعداد دراسات جدوى دقيقة قبل طرح الصكوك الإسلامية. ويترتب على هذا نتائج سلبية كالدخول في مشاريع عالية المخاطر و منخفضة العائد، أو دخول السوق في توقيت غير مناسب⁴⁵.

⁴³ حمود سامي حسن، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط 2، جدة،

1998م، ص 37.

⁴⁴ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سابق، ص 16-17.

⁴⁵ أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 115.

وبالتالي فإن إعداد دراسات جدوى دقيقة قبل طرح الصكوك يساهم بنسبة كبيرة في نجاح المشروع وسلامته من الناحية: الشرعية، القانونية، التنظيمية والإدارية، السوقية، الفنية، المالية، الاقتصادية والاجتماعية.

5. معالجة المخاطر الشرعية:

يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية، حيث أن وجودها في المؤسسة (مصدرة الصكوك) يعتبر من المؤشرات التي تدل على الالتزام بالضوابط الشرعية، التي من مهامها إعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسه الصكوك عند الإصدار، ومراجعة النماذج، وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.

6. التأمين الإسلامي:

تعتبر مخاطر الأصول المالية التي تمثلها الصكوك الاستثمارية من أشد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك. وشركات التأمين التعاوني الإسلامي تقوم بتأمين أصول الصكوك الاستثمارية من تبعات المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، كما يعتبر التأمين وسيلة ناجعة للتخلص من آثار مخاطر السوق الناجمة عن تقلبات الأسعار، فللمؤسسة الاستثمارية أن تشارك في شركات التأمين الإسلامي لتجنب آثار هذه التقلبات⁴⁶.

7. التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية (عقد السلم، الخيار الشرعي):

يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط، حيث يمكن مصدري الصكوك من تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على النطاق الفردي ونطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة مصدري الصكوك الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبياً، ثم قبضها وتسويقها بثمن حاضر أو مؤجل.

⁴⁶ المرجع السابق نفسه، ص 132-134.

كما يمكن استخدام الخيار الشرعي للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجعة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط سواء طال تلك المدة أو قصرت⁴⁷.

8. معالجو مخاطر صيغ التمويل الإسلامية:

يمكن تجنب مخاطر صيغ التمويل الإسلامي من خلال طلب حملة الصكوك بوضع بعض القيود في نشرة الإصدار، مثل التقييد بنوع معين من التجارة، وهذا يصلح في عقد المضاربة، ولا يوجد مانع شرعاً لأن الغاية منه تقليل مخاطر الاستثمار، كذلك يمكن اشتراط حلول آجال باقي الأقساط عند تأخر العميل المماثل عن دفع الأقساط في مواعيد استحقاقها أو إضافة غرامة تأخير عن المدة الزمنية شريطة أن توضع هذه الغرامة في صندوق خيري ليصرف وجوه الخير، وهذا يصلح في عقد المراجعة، ولا يوجد مانع شرعاً من هذا الاجراء لأنه يهدف إلى التقليل من مخاطر الاستثمار او يمكن ربط الأقساط المؤجلة بعملة مستقرة نسبياً أو ربطها بالذهب أو ربطها بأرقام قياسية لمجموعة من السلع الأساسية، بحيث يؤخذ متوسط أسعارها وقت حلول آجال الأقساط، ولا يوجد مانع شرعاً، وخاصة عند التعرض لتغيرات عالية في أسعار الصرف⁴⁸.

الخاتمة:

لقد تبين من خلال هذه الدراسة الأهمية الكبرى لمنتج الصكوك الإسلامية كأداة فعالة لتعبئة الموارد وتمويل مختلف المشاريع الاقتصادية، وقد خلص هذا البحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

النتائج:

- تتميز الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة، أهمها كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها، وهذا يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات، وبذلك تعتبر البديل الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلاً مستقراً وحقيقياً من موارد موجودة أصلاً مما يقلل من الآثار التضخمية.

⁴⁷ وليد العايب، لحو بوخاري، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص14

⁴⁸ زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص 11.

- إن تنوع وتعدد صيغ إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حلولاً تلبي حاجة القطاعات الاقتصادية المختلفة من تجارية وزراعية وصناعية وغيرها، كما توفر بدائل متنوعة لفئات المستثمرين حسب إمكانياتهم ورغباتهم وأوضاعهم المختلفة.
- يمكن استخدام الصكوك الإسلامية في دعم المشاريع العامة والتنمية.
- تواجه الصكوك الإسلامية العديد من المخاطر التي من شأنها الحد من الاعتماد عليها مستقبلاً ما لم تراعى هذه المخاطر ضمن هيكلية الصكوك المصدرة.
- هناك طرق ومبادئ وإجراءات تصحيحية متوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي لعلاج مخاطر محددة للصكوك الإسلامية.
- تعد آليات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية المناسبة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومن بين هذه الآليات دراسة الجدوى، الضمانات، التأمين الإسلامي، الاحتياطات، والتحوط.

التوصيات:

- ينبغي العمل على تطوير آليات إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية لجذب أكبر عدد من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب.
- ضرورة إعداد الكوادر البشرية المتخصصة التي تشرف على عمليات إصدار وتداول هذا النوع من الصكوك.
- ضرورة نشر ثقافة التمويل الإسلامي عموماً والصكوك الإسلامية خاصة، من أجل استقطاب الأموال الإسلامية التي يتم استثمارها في الخارج.
- ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد، وتسريع إصدار تشريعات لها.
- السعي لتصنيف الصكوك الإسلامية من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها، حيث تعد هذه التصنيفات مؤشراً مهماً للمستثمرين.

المراجع المستخدمة:

1. ابن المنظور، لسان العرب، دار المعارف، المجلد 4، ج 28، د ت.
2. أبو الحسن أحمد بن فارس، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر، ج 3، كتاب الصاد، د ت.
3. أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981.
4. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010.
5. عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مشهرة برقم 2012/8603، جامعة الأزهر، 2013.
6. وليد يوسف الشايحي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية - معالم الواقع و آفاق المستقبل، المنعقد أيام: 15-17 ماي 2005، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
7. صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، المنعقد أيام: 31 ماي-03 جويلية 2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.
8. أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بيروت، 2009.
9. أشرف دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع و الترجمة، ط1، القاهرة، 2009.
10. منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط2، 2000.
11. مداي أحمد، نحو تطبيق عملي مقترح لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة بالإستصناع في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الأول حول: بحث في سبل تطوير البدائل التمويلية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 24-25 نوفمبر 2008، جامعة 08 ماي 1945، قالة.
12. قتيبة عبد الرحمان العاني، صكوك المضاربة الشرعية التخريج الفقهي والتصوير الفني، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول الأسواق المالية و البورصات، المنعقد يومي: 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
13. ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها - دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
14. منذر قحف، الإجارة المنتهية بالتملك و صكوك الأعيان المؤجرة، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشر المنعقدة في مدينة الرياض، أيام: 21 إلى 27 سبتمبر 2000.
15. ابتهاج مصطفى عبد الرحمن، إدارة البنوك التجارية، دار النهضة العربية، ط 2، القاهرة، 2000م.

16. أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن 2005.
17. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي، تحت عنوان: إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف، المنعقد أيام: 6-8 أكتوبر 2012، بمعهد الدراسات المصرفية، عمان.
18. الأخصر اللقيطي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية -دراسة ميدانية-، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية - الجزائر، المنعقد أيام: 24 - 23 فيفري 2011.
19. زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية - ماليزيا، 15 - 16 جوان 2010.
20. حمود سامي حسن، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ط 2، جدة، 1998م.
21. وليد العايب، لحلو بوخاري، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
22. ملحق مجلة التمويل الإسلامي، الصكوك في ثلاثين سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، منشورة على الموقع الرسمي للجمعية على الرابط: www.eifa.co
23. لاجم الناصر، مخاطر الصكوك، مقالة منشورة على جريدة الشرق الأوسط، العدد 10661، 5 فيفري 2008،
الرابط:
<http://www.aawsat.com/details.asp?article=457184&issueno=10661#.UhnqUdJ7JKY>
24. Sohail Jaffer, GROWING DEMAND FOR CORPORATE SUKUK, IFN EUROPE Forum 2013, 28 May 2013.
25. Monzer Kahf, The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap, Islamic Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol : 4, No: 2, May 1997.
26. Dictionary, *Infrastructure*, Online Compact Oxford English Dictionary, <http://oxforddictionaries.com/definition/english/infrastructure>

