

الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها

إعداد

أحمد إسحاق الأمين حامد

إشراف:

الدكتور / كمال توفيق خطاب

حقل التخصص - الاقتصاد والمصارف الإسلامية

١٩ شوال ١٤٢٦ هـ
٢١ تشرين الثاني ٢٠٠٥ م

الضكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها

إعداد

أحمد إسحاق الأمين حامد

بكالوريوس شريعة ، الجامعة الإسلامية بالنيجر التابعة
لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، ٢٠٠١ م

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في
تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية في جامعة اليرموك ، إربد ، الأردن.

وافق عليهما:

د. كمال توفيق خطاب رئيساً

أستاذ مشارك في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك

أ.د. علي محمد الحسين الصوا عضواً

أستاذ في الفقه ، الجامعة الأردنية ، جامعة اليرموك

أ.د. رياض عبد الله المومني عضواً

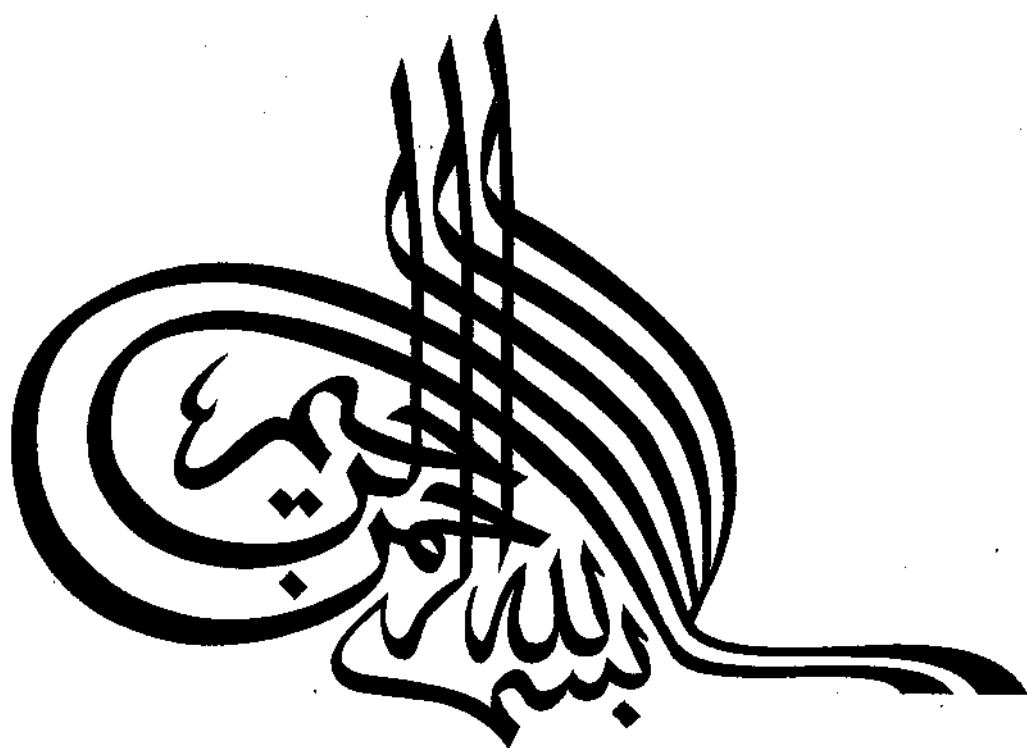
أستاذ في الاقتصاد ، جامعة اليرموك

د. عبد الجبار حمد السبهاني عضواً

أستاذ مشارك في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك

تاريخ تقديم الأطروحة: ١٩ شوال ١٤٢٦ هـ

الموافق: ٢١ تشرين الثاني ٢٠٠٥ م



الشيخ

إدراك الذي العزير الذي رباني فاحسن تربيته،

وتحمل حب وتعليمي وإشغائي من التعليم الأساسي حتى الدراسات العليا فكله أمانة متعلقة،

فألتزم أوجهه الفروسي الأعلی بعد عمر طويل مباركة.

إدراك الذي الفؤ الذي تولت رعايتي وإشغائي فاحسن،

وخبرتني بلطفها ووجعها الذي كانت لها الأثر الكبير في تربيته في مختلف مناهج حياتي.

فأسأل الله المنان أن يعجزها عن شغلها ويحفظ سمته الفؤ من الأثر بعد عمر مباركة مديدة.

إدراك إشغائي الذين ساروا معي على درب التعليم فكانوا كالأشجار في الطريق، جعلنا الله من قال فيهم:

«والذين آمنوا واتبعهم فربهم بإيمانهم وما أشاع من عملهم من شيء».

إدراك الأخ الحاج الأمين كان في الذي وقت إدراكه في دراستي، ومهد لي الطريق فكان سهل المسلك وحسبنا على

العقبات وأسرع في الوصول إدراكه. فالمرور أسأل الله يوفقه في الدارين ويبارك في ماله وولده.

إدراك كل من وجه جهده ووقته وصرف قلبه وفكره إدراكه أنزل حقل الألقاص والمصارف الإسلامية.

إلهمم جميعاً الهدى عنزاً الجهد المتواضع

أحمد إسحاق الأمين

شكر وتقدير

أشكر الله الذي أمدني بالعون والعزم ما مكنتني من الانتهاء من الرسالة في جو ملؤه التوفيق والسداد ، فهو أهل الحمد والثناء كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.

أرفع أسمى آيات الشكر والتقدير إلى مقام سماحة الوالد الشيخ إسحاق الأمين حامد ، الذي بذل ما في وسعه لأصل إلى هذه المرحلة ، ووفر لي من الدعم المادي والمعنوي ووسائل الراحة ما ضمن لي سير دراستي على أحسن وجه. والشكر موصول إلى الأستاذ الحاج الأمين كانون الذي كان له الدور الكبير في سير دراستي وتذليل العقبات وتشجيعه الدائم لي. ولا يفوتني أن أسجل جزيل الشكر لعلمي شريف الأمين الذي لم يتوان في بذل ما في وسعه للوقوف إلى جانبي ، والشكر موصول إلى محمد وأحمد الأمين على دعمهما وتشجيعهما لي طوال مدة دراستي.

وأقدم بجزيل الشكر ، وكامل العرفان ، ووافر الامتنان إلى مقام أستاذي ومشرفي ، الدكتور/ كمال توفيق خطاب ، رئيس قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، الذي لم يضمن علي بتوجيهاته النفيسة ، ونصائحه الثمينة ، وأشهد له بأداء الأمانة ، وإسداء النصيح ، وبذل ما في وسعه لإخراج الرسالة في الصورة التي تبدو عليها ، وأخي في روح الجد والإخلاص والتعاون. والشكر موصول إلى المشرفين السابقين على الرسالة الذين بدأت معهم هذه المسيرة الكريمة ، وهم: الأستاذ الدكتور منذر قحف الذي كان له الفضل في اختيار الموضوع وتزويدي بملاحظاته عن بعد ، والأستاذ الدكتور محمد أحمد صقر ، والأستاذ الدكتور عبد الناصر أبو البصل. فأسال الله أن يجزيهم جميعا عني خير الجزاء.

وكامل العرفان وبالغ الامتنان أتقدم به إلى الأردن مؤسسات وشعبا وإلى جامعة اليرموك ، وأخص بالشكر والعرفان أساتذتي الذين تلقيت على أيديهم العلم في جو يسوده الاحترام المتبادل والتعاون العلمي ، والشكر والتقدير موصولان إلى مكتب رعاية شؤون الوافدين ، وأخص بالذكر الأستاذ أيهم أبو الشعر ، الذي لم يتوان في إسداء الخدمات وتقديم التسهيلات إلينا منذ دخولنا جامعة اليرموك حتى تخرجنا فيها.

والتقدير والشكر مرفوعان إلى مقام أعضاء لجنة المناقشة ، الذين تحملوا أعباء قراءة الرسالة ، وإبداء ملاحظاتهم القيمة التي من شأنها إثراؤها والرفع من مستواها إلى مصاف الرسائل العلمية.

وأشكر كل من قدم إلي يد العون في هذه الرسالة ، وأخص منهم: الدكتور محمد برهان الذي كان أول من طرح علي فكرة الكتابة في المجال ووفر لي العديد من المراجع. وأستاذي الدكتور/ محمد عبد المنعم أبو زيد الذي تفضل بإبداء ملاحظاته القيمة على الرسالة. وأقدم باقة من العرفان إلى كل من مد إلي يد العون في دراستي وخلال إقامتي في الأردن وأخص منهم: عمر علي ، ومحمد رابع ، وخالد النصيح ، وأسأل الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

أحمد إسحاق اللامس

إربد .الأردن

المحتويات

الصفحة	الموضوعات
د	إهداء
هـ	شكر وتقدير
ز	المحتويات
ي	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ك	الملخص
١٢	مقدمة
٢٠	الفصل الأول: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها
٢١	المبحث الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية وخصائصها العامة
٢١	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وطبيعتها
٢٩	المطلب الثاني: الخصائص العامة للصكوك الاستثمارية الإسلامية
٣٢	المبحث الثاني: التصكيك وأنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية
٣٢	المطلب الأول: التصكيك
٣٣	المطلب الثاني: صكوك المضاربة
٣٨	المطلب الثالث: صكوك الإجارة
٤٣	المطلب الرابع: صكوك المشاركة
٤٥	المطلب الخامس: صكوك السلم
٤٦	المطلب السادس: صكوك المرابحة
٤٧	المطلب السابع: صكوك الاستصناع
٤٧	المطلب الثامن: صكوك المزارعة
٤٨	المطلب التاسع: صكوك المساقاة
٤٩	المطلب العاشر: صكوك المغارسة
٥٠	المبحث الثالث: إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتداولها
٥٠	المطلب الأول: إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية
٦١	المطلب الثاني: تداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية
٦٧	المطلب الثالث: إطفاء الصكوك الاستثمارية
٦٨	الفصل الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية ومصادرها
٦٩	المبحث الأول: مفهوم مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأبعادها وقياسها
٧٦	المبحث الثاني: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

٨١	المبحث الثالث: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالتصكيك
٨١	المطلب الأول: مخاطر المضاربة
٨٢	المطلب الثاني: مخاطر الإجارة
٨٤	المطلب الثالث: مخاطر المشاركة
٨٥	المطلب الرابع: مخاطر السلم
٨٦	المطلب الخامس: مخاطر المرابحة
٨٧	المطلب السادس: مخاطر الاستصناع
٨٨	المطلب السابع: مخاطر: المزارعة ، المساقاة ، المغارسة
٩٠	المبحث الرابع: مخاطر الائتمان
٩٣	المبحث الخامس: مخاطر السوق وسعر الصرف
٩٣	المطلب الأول: مخاطر سوق الأصول
٩٧	المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف
٩٨	المبحث السادس : مخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء الأخلاق
١٠٣	المبحث السابع: المخاطر غير المنتظمة
١٠٣	المطلب الأول: المخاطر السياسية
١٠٤	المطلب الثاني: مخاطر البيئة
١٠٤	المطلب الثالث: المخاطر الرقمية
١٠٦	المطلب الرابع: مخاطر الأصول الاستثمارية
١٠٨	الفصل الثالث: آليات علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطبيقاتها
١٠٩	المبحث الأول: علاج مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية
١١٥	المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية وتطبيقاتها
١٢٢	المبحث الثالث: الضمان والتأمين وتكوين الاحتياطات النظامية
١٢٢	المطلب الأول: الضمان وتطبيقاته
١٢٨	المطلب الثاني: التأمين وتطبيقاته
١٣٥	المطلب الثالث: تكوين الاحتياطات النظامية وتطبيقاته
١٣٨	المبحث الرابع: إدارة المخاطر وتطبيقاتها
١٤٠	المبحث الخامس: استراتيجيات التحوط وتطبيقاتها
١٥١	المبحث السادس: الشرط الجزائي وتطبيقاته

١٥٧	المبحث السابع: تنوع الاستثمارات وتطبيقاته
١٦٣	المبحث الثامن: علاج المخاطر الرقمية
١٦٥	الخاتمة
١٦٥	النتائج
١٦٩	التوصيات
١٧٢	المصادر والمراجع
١٨١	ملخص الرسالة باللغة الإنجليزية

قائمة الجدول:

الصفحة	الجدول
٢٨	جدول المقارنة بين الصكوك الاستثمارية الإسلامية والأسهم

قائمة الأشكال:

الصفحة	الأشكال
١٦١	منحنى أداء المحفظة الاستثمارية

المخلص

جاءت هذه الدراسة الموسومة بـ: (الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها) تلبية لحاجة المؤسسات المالية الإسلامية في دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، والمخاطر التي تتعرض لها ، وتقديم آليات كفيلة بعلاجها ، وعليه فإنها تشكلت موضوعاً من ثلاثة محاور:

.المحور الأول: الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

دار هذا المحور حول الصكوك الاستثمارية الإسلامية بدأ بعملية تصكيك الأصول على أساس صيغ التمويل الإسلامية لتكون صكوكاً استثمارية قابلة للتداول في أسواق المال ، ومروراً بأنواع هذه الصكوك باعتبار الصيغ التي تصدر بها ، وانتهاء بالأطر الشرعية والفنية التي تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك.

.المحور الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

عُني هذا المحور بدراسة المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية وطبيعتها وأبعادها ، وقد ركزت الدراسة على أبرز المخاطر المتمثلة في: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية ، ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية ، ومخاطر الائتمان ، ومخاطر السوق وسعر الصرف ، ومخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء الأخلاق ، والمخاطر السياسية ، ومخاطر البيئة ، والمخاطر الرقمية.

.المحور الثالث: علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

جاء هذا المحور ليكون نتيجة للدراسة ، فقد درس فيه الباحث آليات علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطبيقاتها ، وهي مستقاة من الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية بعد إعادة هندستها . وأهم هذه الآليات: دراسات الجدوى الاقتصادية التي تسبق النشاط الاستثماري ، وتساهم في تقليل فرص تعرض الاستثمار للمخاطر. والضمان ، والتأمين ، وتكوين الاحتياطات النظامية ، يمكن الاستفادة من هذه الآليات في علاج آثار كافة المخاطر ، وخصوصاً مخاطر الائتمان والمخاطر الإدارية والأخلاقية ، كما يمكن علاجها بإعمال الفلسفة الإسلامية في ربطه بين الدين والأخلاق. وإدارة المخاطر للفصل بين أنواع المخاطر ومستوياتها وتحديد إستراتيجية التعامل معها من: تجنب أو توزيع أو تحمل. واستراتيجيات التحوط: للتحصن ضد مخاطر السوق وسعر الصرف. والشرط الجزائي لعلاج آثار مخاطر الائتمان ولا يدخل إلا في الأعمال. وتنوع الاستثمارات لعلاج مخاطر إدارة المحفظة الاستثمارية. أما المخاطر الرقمية فتستخدم آليات للوقاية منها: كالنسخ الاحتياطي الدوري ، وتنوع وسائل التخزين ، واستخدام البرامج المحصنة ضد عمليات القرصنة الإلكترونية.



الحمد لله ، والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه .

بالرغم من حداثة عمر الصناعة المالية الإسلامية التي كانت تقتصر في بادئ أمرها على المصارف التجارية التي تقوم بعمليات قبول الودائع والاستثمار في إطار ضيقة. إلا أنها شهدت تطورا سريعا وازدهارا كبيرا في العقد الأخير من القرن الماضي ، حيث أخذت دائرتها في اتساع ، ومؤسساتها في تطور ، وأنشطتها في تزايد ، مواكبة في ذلك التطور العام في عالم المال والأعمال. واللافت للنظر أن الصناعة المالية الإسلامية قد شهدت تطورا فاق ما شهدته نظيراتها التقليدية ، ويعزى هذا النمو إلى مرونة الهندسة المالية الإسلامية التي ساهمت في تزويد السوق المالية بمنتجات مالية جديدة ؛ تلبي لمقتضيات المرحلة ومتطلبات العصر.

وكانت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من أبرز المنتجات التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية. والتي ما إن طرحت في أسواق المال حتى لقيت رواجا. ووجود الصكوك الاستثمارية في الأسواق يقود بطبيعة الحال إلى ضرورة دراسة المخاطر التي تتعرض لها. وبدهي أن تطور أي منتج رهن بعلاجه مخاطره أو تخفيضها ؛ لأن المستثمر وأي مستثمر يسعى للاستثمار في ميدان ما وبأداة استثمارية معينة عندما تكون نسب المخاطر فيها منخفضة نسبيا مقابل عائدات مجزية. والمخاطر والعائدات المتوقعة هما المتغيران الأساسيان للقرار الاستثماري.

إن القواعد المالية الإسلامية توجب تحمل المخاطر لاستحقاق العائد (الغنم والغرم) في الاستثمار ، وعلى هذا الأساس تصدر الصكوك الاستثمارية الإسلامية. إلا أن ارتباط الاستثمار في الصكوك بالمخاطر لا يعني القبول بها ، وإنما على المستثمر في الصكوك أن يتحرى الآليات والوسائل التي تكفل له الخلاص منها أو التخفيف من أثارها. وعليه كان لابد من دراسة جادة تبين الصكوك الاستثمارية الإسلامية - باعتبارها منتجا حديثا - والمخاطر التي تتعرض لها وأبعادها ، وتوصيف العلاج المناسب لها والآليات التي يمكن الاستفادة منها في هذا الشأن ، لتكون الصكوك الاستثمارية الإسلامية بذلك مجالا خصبا لإجراء دراسات معمقة تبرز ما تتمتع به الصناعة المالية الإسلامية من قدرة ذاتية على علاج وإدارة المخاطر والتكيف معها. وفي محاولة من الباحث لتلبية هذه الحاجة أعد هذه الرسالة الموسومة بـ: (الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها) التي

تعتبر الأولى من نوعها من حيث الطرح لا من حيث الطرق ، استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في حقل الاقتصاد والمصارف الإسلامية.

أهمية الموضوع وسبب اختياره:

ويكتسب موضوع الدراسة أهميته من أهمية الصكوك الاستثمارية نفسها ، حيث تعتبر وقودا مهما لاستمرار عجلة المؤسسات المالية الإسلامية في الحركة والتطور ، والمحرك الرئيس لنشاط السوق المالية الإسلامية. وهي بالإضافة إلى ذلك من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات الحقيقية. وقد نالت إقبالا كبيرا حتى من قبل المؤسسات المالية غير الإسلامية كما بينت ذلك المعطيات.

كما أن أهمية الموضوع يكمن -بالإضافة إلى ما سبق - في قلة الدراسات حول الصكوك بشكل عام والمخاطر التي تواجه هذه الصكوك خصوصا بالرغم من أهمية الموضوع محل الدراسة وأهمية توقيتها ، حيث جاءت في وقت تشهد فيه الصناعة المالية الإسلامية عامة والصكوك الاستثمارية الإسلامية بخاصة روجا غير مسبوق في أسواق المال المحلية والإقليمية والعالمية.

الدراسات السابقة:

ثمة عدد من الدراسات السابقة في موضوع دراستنا ، وأبرزها:

أولاً: ورقة بعنوان: "مخاطر الصكوك الإسلامية" للدكتور عبد الستار أبو غدة قدمها إلى الملتقى السنوي الإسلامي السابع ، المنعقد في الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية في عمان، تحت عنوان: "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية". وقد حاول الباحث دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية والمخاطر المرتبطة بها. إلا أنها جاءت موجزة جدا بحيث لم تغط جوانب الموضوع ، لعله مراعاة لمقتضى المقام. فلم تدرس الصكوك من الناحية الفنية ولا من جوانبها الشرعية إلا عرضا. كما لم تتطرق إلى التجارب العملية للصكوك. وعلى صعيد المخاطر لم تقدم دراسة مفصلة عن مخاطر الصكوك ولا الآليات اللازمة لعلاج هذه المخاطر اللهم إلا ما أومأت إليه.

ثانياً: دراسة أعدها السيد علي أرسلان طارق بعنوان: "إدارة المخاطر المالية للصكوك" ، وهي رسالة ماجستير مقدمة إلى جامعة لوغبورغ بالمملكة المتحدة. وركزت الدراسة على المحاذير الشرعية في المعاملات المالية ، وأنواع الصكوك ، وبعض التجارب العملية ، والمخاطر التي تتعرض لها الصكوك مركزا في ذلك على المخاطر المالية فقط كما هو واضح من العنوان. واعتمدت في إدارة المخاطر آليات الهندسة المالية التقليدية دون أن تستفيد في ذلك من أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

ثالثاً: حسين حامد حسان ، وقد قدم بحثاً بعنوان: "صكوك الاستثمار" إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقد اعتمدت عليه الهيئة في إعداد بعض المعايير. وقد غطى البحث أغلب الموضوعات الشرعية المرتبطة بالصكوك الاستثمارية الإسلامية ، خصوصاً ما يتعلق بضوابط إصدار الصكوك وتداولها. ويؤخذ على هذه الدراسة أنها لم تتناول التجارب العملية لإصدار الصكوك والجوانب الفنية لعملية الإصدار والتداول ، كما لا لم تتطرق للمخاطر التي تتعرض لها هذه الصكوك ولا علاجها.

رابعاً: كتاب: "المعايير الشرعية" ، أعدتها: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. وقد استعان الباحث بهذا المرجع لاختصار المسافة في المسائل الفقهية الخلافية ، حيث أورد المرجع المعايير المعتمدة الشرعية في كافة المؤسسات المالية الإسلامية ، وقد وضعتها نخبة من المتخصصين في حقل الصيرفة والمحاسبة والفقه.

خامساً: دراسة أعداها وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي بعنوان: "صكوك الاستثمار الشرعية" وقد ركزت على الجوانب الفنية لعملية إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية دون أن تتناول الناحية الشرعية إلا عرضاً ، كما لم تتعرض للمخاطر ولا علاجها.

سادساً: طارق الله خان وحبيب أحمد في كتابهما الموسوم بـ: إدارة المخاطر ، وجاء الكتاب - كما هو واضح من عنوانه - لدراسة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية وإدارتها مستفيداً في ذلك من أدوات الهندسة المالية التقليدية وتحليل بعض القضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، ولم يدرس المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية كما لم يقدم علاجاً للمخاطر.

سابعاً: عبد الرحيم الساعاتي ، وقد قدم الباحث دراستين إحداهما: "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة" والآخر: "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية" قدمهما إلى مجلة الاقتصاد الإسلامي التي تصدرها جامعة الملك عبد العزيز بجدة. وقد تناول الباحث فيهما استراتيجيات التحوط التقليدية وقدم محاولة لإعادة هندستها لتوافق المعايير الشرعية ، مركزاً على مخاطر السوق دون بقية المخاطر التي تتعرض لها الصكوك.

ويلاحظ أن الدراسات السابقة كلها تناولت جزئيات من موضوع دراستنا ، وقد أفاد الباحث منها في سعيه لجمع الموضوعات المثبوثة في ثنايا تلك الدراسات لتقديم دراسة متخصصة للصكوك الاستثمارية الإسلامية من جوانبها الشرعية والفنية ووضع تصور لعلاج مخاطر الصكوك باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية بعد إعادة هندستها ، واستكمال جوانب القصور التي لم تتمكن تلك الدراسات من تغطيتها.

مشكلة الدراسة:

وتتمثل مشكلة الدراسة إجمالاً في دراسة الصكوك الاستثمارية والمخاطر التي تتعرض لها وبحث آليات علاجها. وتفصيلاً تكمن في الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما التصكيك والصكوك الاستثمارية الإسلامية ؟ وآلية إصدارها وتداولها؟
- ما الدور الاقتصادي للصكوك الاستثمارية وسوقها في أسواق المال المحلية والعالمية؟
- ما مفهوم المخاطر الخاصة بهذه الصكوك ، وما هي أنواعها وأبعادها ومصادرها؟
- ما الآليات والاستراتيجيات التي يمكن إتباعها للوقاية أو التقليل أو علاج هذه المخاطر؟

فروض الدراسة:

إن الصكوك الإسلامية تقوم على أساس ملكية الأعيان أو المنافع أو الخدمات ، فهي تمثل موجودات مادية أو معنوية ، يملكها حامل الصك ، وبالتالي:

- إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تختلف عن سائر الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات) وذات صبغة وطبيعة خاصة.
- إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية يمكن أن تكون أساساً لتطوير السوق المالية الإسلامية العالمية بما تمتلك من مقومات ذاتية ومرونة.
- إن مخاطر الصكوك بطبيعتها هي من المخاطر التي يمكن تجنبها ، أو توزيعها ، أو إدارتها.
- إن مخاطر الصكوك يمكن علاجها باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية بعد إعادة هندستها.

أهداف الدراسة:

وتهدف الرسالة إلى:

- دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية من جميع زواياها بدء بالمرحلة السابقة للتداول ، وانتهاء بطرحها في السوق لأغراض الاستثمار ، بغية وضع تصور شامل للصكوك الاستثمارية الإسلامية.
- التعرف على المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، ومصادر هذه المخاطر وطبيعتها وأبعادها.

- التوصل إلى آليات لعلاج المخاطر التي تتعرض لها مستنبطة من الهندسة المالية الإسلامية ، والتقليدية بعد إعادة هندستها.
- وكمحصلة لما سبق تهدف هذه الرسالة إلى وضع تصور لصكوك استثمارية منخفضة المخاطر أو خالية منها باستخدام الآليات المقترحة.

منهج الدراسة:

في سبيل سعي الباحث لترجمة الأهداف الرسالة إلى دراسة علمية استعان بالمنهج التالية:

- **المنهج الاستقرائي:** اعتمدت الدراسة هذا المنهج عند استقراء المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية لحصرها ، وتحديد طبيعتها وأبعادها.
- **المنهج الاستنباطي:** استعانت الدراسة بهذا المنهج في استنباط آليات لعلاج مخاطر الصكوك الاستثمارية من القواعد المالية الإسلامية أو من الآليات المقترحة في الاقتصاد التقليدي لعلاج مخاطر الأوراق المالية التقليدية وإعادة هندستها وفق القواعد المالية الإسلامية.
- **منهج التحليلي:** استخدمت الدراسة هذا المنهج لدراسة الصكوك الاستثمارية المتداولة التي أصدرتها بعض الدول والحكومات والمؤسسات المالية الإسلامية لقصد تداولها في أسواق المال المحلية والإقليمية والعالمية ، والتجارب المطروحة على الساحة.

حدود الدراسة ومنهجيتها:

تعني هذه الرسالة بدراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية من حيث مفهومها وعملية التصكيك وأنواع الصكوك وضوابط إصدارها وتداولها وسوقها. كما تعني بدراسة مخاطر هذه الصكوك بغية توصيف علاج لها بشكل لا يؤثر على العائدات المتوقعة. وتختص الرسالة بدراسة هذه الجوانب من الناحية الاقتصادية في إطار القواعد المالية الإسلامية ؛ لذا ، فإن هذه الدراسة غير معنية بتفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساس من الرسالة. لذا ، فإن الباحث اعتمد في المسائل الفقهية على:

- (١) قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمجمع الفقهي الإسلامي.
- (٢) المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها المعايير الموحدة بين المؤسسات المالية الإسلامية.

ونظرا لكثرة أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية تبعا لكثرة صيغ التمويل الإسلامية التي يمكن أن تصدر الصكوك على أساسها ، فإن الباحث اقتصر على دراسة

الصكوك التي تصدر على أساس صيغ التمويل الأساسية ، وهي: (الإجارة ، المضاربة ، المشاركة ، السلم ، المراجعة ، الاستصناع ، المزارعة ، المساقاة ، المغارسة).

وعلى صعيد المخاطر ، فقد ركزت الدراسة على المخاطر المنتظمة للصكوك الاستثمارية نظرا لأهميتها أكثر من المخاطر غير المنتظمة ؛ لأن النوع الأول ملازم للنشاط الاستثماري مما يلزم المستثمر الاعتناء بها أكثر ، بخلاف المخاطر غير المنتظمة التي لا ترتبط بالعملية الاستثمارية ارتباطا هيكليا ، وإنما يتعرض لها الاستثمار نتيجة لبعض الظروف الطارئة، ومع ذلك فإن الباحث أفرد لها مبحثا مستقلا بدل إسقاطها لتكتمل الحلقة.

ويحاول الباحث تدعيم الأقوال بشواهد من كتب الفقه ، دون التركيز في ذلك على مذهب معين ، وإنما يحاول تنويع المذاهب الفقهية مقتصرًا في ذلك على المذاهب الأربعة الرئيسية: المذهب المالكي والحنفي والشافعي والحنبلي.

وتنقسم الرسالة من الناحية الموضوعية - كما هو واضح من العنوان - إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: ركز على الصكوك الاستثمارية الإسلامية: مفهومها ، وأساسها العملي المتمثل في عملية التصكيك وتحويل الأصول إلى صكوك استثمارية قابلة للتداول ، والأطر الشرعية والفنية التي تحكم إصدارها وتداولها.

المحور الثاني: يدرس هذا المحور المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتحديد أنواعها طبيعتها وأبعادها.

المحور الثالث: درس الباحث في هذا المحور آليات علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطبيقاتها مستفيدا في ذلك من أدوات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية بعد إعادة هندستها. ويمثل هذا القسم المقطع الثاني من العنوان (وعلاج). وفي سبيل ترجمة الدراسة إلى رسالة علمية اتبع الباحث المخطط التالي:

الفصل الأول: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها.

المبحث الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية وخصائصها العامة

المبحث الثاني: التصكيك وأنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

المطلب الأول: التصكيك

المطلب الثاني: صكوك المضاربة

المطلب الثالث: صكوك الإجارة

المطلب الرابع: صكوك المشاركة

المطلب الخامس: صكوك السلم

المطلب السادس: صكوك المراجعة

المطلب السابع: صكوك الاستصناع

المطلب الثامن: صكوك المزارعة

المطلب التاسع: صكوك المساقاة

المطلب العاشر: صكوك المغارسة

المبحث الثالث: إصدار الصكوك الاستثمارية وتداولها

الفصل الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية مصادرها

المبحث الأول: مفهوم مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأبعادها وقياسها.

المبحث الثاني: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

المبحث الثالث: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالتصكيك

المبحث الرابع: مخاطر الائتمان

المبحث الخامس: مخاطر السوق وسعر الصرف

المبحث السادس: مخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء

الأخلاق

المبحث السابع: المخاطر غير المنتظمة

المطلب الأول: المخاطر السياسية

المطلب الثاني: مخاطر البيئة

المطلب الثالث: المخاطر الرقمية

المطلب الرابع: مخاطر الأصول الاستثمارية

الفصل الثالث: آليات علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطبيقاتها

المبحث الأول: علاج مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية وتطبيقاتها

المبحث الثالث: الضمان والتأمين وتكوين الاحتياطات النظامية وتطبيقاتها

المطلب الأول: الضمان وتطبيقاته

المطلب الثاني: التأمين وتطبيقاته

المطلب الثالث: تكوين الاحتياطات النظامية وتطبيقاته

المبحث الرابع: إدارة المخاطر وتطبيقاتها

المبحث الخامس: استراتيجيات التحوط وتطبيقاتها

المبحث السادس: الشرط الجزائي وتطبيقاته

المبحث السابع: تنويع الاستثمارات وتطبيقاته

المبحث الثامن: علاج المخاطر الرقمية

وقد ذيلت الرسالة بخاتمة ذكرت فيها أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ، وثبت بالمصادر والمراجع التي اعتمدت عليها.

وقد واجه الباحث عددا من المشاكل أهمها: عدم توفر مراجع كافية في الموضوع ، ولعل هذا ما يفسر اعتماد الباحث على مرجع واحد في بعض الموضوعات. ويمكن عزو هذه الندرة في المراجع إلى حداثة الموضوع وجدته ، ومما يزيد هذه الدعوى الخلط الذي نراه بين مصطلحي: التَّوَرُّق والتَّوْزِيق (التصكيك) حتى في أوساط الباحثين الكبار. أملا أن تكون هذه الدراسة كاشفة لشيء من هذا الغموض وأن تساهم في إضافة علمية إلى مكتبة الاقتصاد والمصارف الإسلامية عامة ، وبخاصة في مكتبة سوق المال الإسلامية.

أحمد إسحاق اللامس حامد



المطلب الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وطبيعتها

المعنى اللغوي:

الصكوك جمع صك. وقد ورد المصطلح بكافة مشتقاته في قواميس ومعاجم اللغة. ففي مختار الصحاح الصكوك: "صكه ضربه ... ، ومنه قوله تعالى: ﴿فصكت وجهها﴾ ، والصك: كتاب وهو فارسي معرب ، والجمع: أصك ، وصكاك ، وصكوك"^(١). وفي معجم الرائد: "١. صك: جمعه صكوك وأصك وصكاك ... ٢. وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه. ٣. وثيقة تثبت حقا في ملك أو نحوه"^(٢). ويخدم دراستنا المفهوم الأخران ، وهو: اعتبار الصك وثيقة اعتراف وإثبات حق سواء كان مالا أم غيره. هذا عن المفهوم اللغوي للصكوك.

تطور عملية التصكيك:

الصكوك المقصودة في دراستنا هذه تتجاوز المعنى اللغوي إلى تلك الصكوك الاستثمارية التي تنتج عن عملية تُعرف بالتصكيك أو التوريق أو التسديد لأغراض الاستثمار. والتصكيك: مترجم من المصطلح الاقتصادي الإنجليزي: "Securitization". وقد طرحت الفكرة في الولايات المتحدة الأمريكية في العام ١٨٨٠م. وكان التصكيك يقتصر على الديون والرهونات^(٣). وتطورت العملية بعد ذلك لتشمل كافة الأصول المالية في العام ١٩٩٢^(٤) ، وتمويل شراء السلع والخدمات.

^(١) الرازي ، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر: مختار الصحاح ، دار الكتاب العربي ، بيروت - لبنان ، د.ط ، د.ت ، المادة: (ص.ك.ك) ، ص: ٣٦٧.

^(٢) مسعود ، جبران: الرائد ، دار العلم للملايين ، بيروت - لبنان ، ط: ١ ، ٢٠٠٣م ، المادة: (صك) ، ص: ٥٥١.

^(٣) ABDI DUALEH, Suleiman, Islamic Securitization: Practical Aspects, This is adapted

and updated from a paper given by Mr. Dualeh at the Noga Hilton, Geneva July ١٩٩٨, ٩ for the World Conference on Islamic Banking, P: ٢-٣

^(٤) قحف ، منذر: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة - المملكة العربية السعودية ، ط: ٢ ، ١٤٢٠هـ / ٢٠٠٠م ، ص: ١١٥

وقد سبق الفقه الإسلامي الاقتصاد التقليدي إلى الصكوك كوثيقة لإثبات حق ، حيث ورد عن الإمام النووي المتوفى ٦٧٦ هـ ، الموافق: (١٢٧٧م)^(١) ، ما نصه: "الصكّاء جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولى الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه. وقد اختلف العلماء في ذلك والأصح ... جواز بيعها والثاني منعها. فمن منعها أخذ بظاهر قول أبي هريرة لمروان أحلت بيع الصكّاء وقد نهى رسول الله ﷺ عن بيع الطعام حتى يستوفى فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها. ومن أجازها تأول قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصك باعه لثالث قبل أن يقبضه المشتري فكان النهى عن البيع الثاني لا عن الأول لأن الذي خرجت له مالك لذلك ملكا مستقرا وليس هو بمشتري فلا يمتنع بيعه قبل القبض"^(٢).

وفيه من كلام النووي أن الصكوك تطلق على أحد نوعين من الوثائق:

- الأول: تلك الوثائق التي تثبت الدين ، ويستخدم لضبط الديون ، ولا علاقة بين صك الدين في كلام الإمام النووي وصك الدين الذي صدر في الولايات المتحدة في بداية الفكرة ولا بالسندات الربوية. فالنوعي يقصد صك إثبات الدين لا بيعه ؛ لأن هذا مما هو محرم شرعا لمكان الربا الصريح فيه.

- الثاني: تلك الوثائق التي تثبت حقا في طعام أو غيره ، وهو الأشبه بالصكوك ، خصوصا عند إيراده خلاف الفقهاء في جواز بيعه وهو التداول.

وتنصب استخدامات مصطلح الصكوك في قالب واحد من حيث: أن الصك وثيقة تثبت حقا ماليا ، والصكوك الاستثمارية الإسلامية ما هي في حقيقتها إلا وثيقة تثبت حقا ماليا. والفارق بين المفهومين هو أن الصكوك الحديثة تصدر وتداول لأغراض الاستثمار بخلاف الصكوك المعروفة في كتب الفقه التي تصدر لإثبات حق وحسب ، وقد يطرأ عليها بيع وشراء.

إلا أن عملية التصكيك لأغراض الاستثمار لم تكن معروفة في الفقه ، وإنما تطورت في أحضان الاقتصاد التقليدي حتى باتت عملية متكاملة تتم وفق أطر محددة ووفق قوانين منظمة ، ومنذ ذلك التاريخ بدأت عملية التصكيك تشهد تطورا متزايدا. فقد بلغ التطور إلى تصكيك أصول الأندية الرياضية ، وطرح صكوكها في أسواق المال ، حيث ترتفع مؤشراتنا بفوز النادي وزيادة

(١) عملية التحويل تم بواسطة برنامج: <http://www.islamicfinder.org/dateConversion.php?lang=arabic>

(٢) النووي ، أبو زكريا يحيى بن شرف: شرح النووي على صحيح مسلم ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت - لبنان ، ط: ٢ ، ١٣٩٢ هـ ، ج: ١٠ ، ص: ١٧١.

نقاطه ، وتنخفض بهزيمة النادي وانخفاض نقاطه. ويعزى التطور المتسارع لعملية التصكيك إلى عوامل أربعة^(١):

- العامل الأول: إن فرض كثير من إجراءات الاحتياط والرقابة من قبل المؤسسات المسؤولة على المؤسسات المالية التي تصكك أصولها وموجوداتها ، جعلها المناخ الأكثر أماناً للعملية الاستثمارية ، مما جذب الناس إليها وتلقى رواجاً لدى عامة الجمهور ، ويمكن كل ذلك المؤسسات المالية من تحويل أصولها بشكل كفاء إلى صكوك سائلة قابلة للتداول وتدر عائدات مناسبة لها.

- العامل الثاني: ارتفاع الكلفة العالمية لاستخدام رأس المال أدى إلى لجوء أصحاب المؤسسات المالية إلى البحث عن بدائل أفضل من عملية الاقتراض عالية الكلفة ، فآلوا إلى تصكيك أصول مؤسساتهم وموجوداتها بغية تحصيل رأس مال كاف وبكلفة مناسبة إلى حد ما بالمقارنة مع الاقتراض من المؤسسات الكبرى ، بالإضافة إلى تشريك عدد كبير من جمهور المتعاملين في العائدات المتحققة.

- العامل الثالث: التقارب المتزايد بين أسواق المال في كل أقطار العالم أدى إلى إزالة أغلب الحواجز التي كانت تعيق التنسيق بينها. والناظر يجد أن المنافسة العالمية باتت منافسة تنسيقية بين المؤسسات أكثر من كونها منافسة أحادية ، مما ساعد في تهيئة جو تنافسي تقل فيه كلفة التمويل وتعلو كفاءته.

- العامل الرابع: تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات من خلال الشبكات الدولية والمحلية الواسعة والحواسيب فائقة السرعة قد سهل من عملية تبادل المعلومات والخبرات أكثر من أي وقت مضى ، وساهم في سرعة تطور عملية التصكيك وبشكل كبير جداً. حيث يمكن للمؤسسات المالية الحصول على ملايين المعلومات عن السيولة والائتمان وفرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية المبعثرة حول العالم خلال فترة وجيزة وبكلفة أقل ، مما يساعد هذه المؤسسات في عزل الأصول المالية غير المرغوب فيها من الميزانية والتعرف على فرص الاستثمار ذات العوائد الأعلى والتكاليف الأدنى.

ولعل كون عملية التصكيك بدأت بتصكيك الديون - في الاقتصاد التقليدي - هو ما أدى ببعض الباحثين إلى تعريف عملية التصكيك بقوله: "جعل الدين المؤجل في ذمة الغير - في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله - صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية"^(٢). ولكن عملية التصكيك في الاقتصاد التقليدي لا تقتصر على الديون المؤجلة في الذم فقط ، وإنما تعدت اليوم لتشمل كافة الأصول (Assets).

^(١) Suleiman, Islamic Securitization: Practical Aspects, P: ٣.

^(٢) ملائكة ، صالح جميل: التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية ، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي ، ٢٠٠٢ ، المنامة - مملكة البحرين ، ص: ٢.

وقد عرف مصرف الشامل التصكيك بأنه: "عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أدوات قابلة للتداول في سوق رأس المال ، وكذلك الديون إلى سندات"^(١).

وعليه ، فإن التصكيك ، هو: "عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في السوق الأولية ، وتتداول في السوق الثانوية". ويفهم من هذا أن عملية التصكيك في الاقتصاد التقليدي تتمخض عنها الأسهم والسندات ، ويطلق عليها "الأوراق المالية" ، مما يتيح لنا تمييز الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بتسميتها بـ: "الصكوك الاستثمارية الإسلامية".

والناظر في التصكيك التقليدي يرى عمليات محظورة وأخرى توافق القواعد المالية الإسلامية ؛ لذا فلا بد من إعادة صياغة مفهوم التصكيك وفق المنظور الشرعي. والتصكيك وفق القواعد المالية الإسلامية لا يختلف كثيرا عن المفهوم التقليدي من الناحية الفنية ، ولكنه يخضع لمجموعة ضوابط شرعية لا بد أن يدور في إطارها. فلا يجوز في الشرع تصكيك الديون لتداولها بعائدات ، لاشتغالها على الربا الصريح واختلفت التسمية. وقد صدر قرار عن مجمع الفقه الإسلامي بتحريم السندات الربوية إصدارا وتداولاً ؛ لأنها تمثل قروضا ربوية سواء سمي العائد: فائدة أو ريعا أو عمولة أو ربحا. أما إذا طرحت سندات لا تدر عائدات فلا بأس ، كالتي تصدرها الحكومات في أوقات الكوارث ، أو تصدرها المؤسسات الخيرية ؛ لأنها تعتبر قرضا حسنا ، فيجوز إصدارها وتداولها وفق الضوابط الشرعية للتصرف في الديون^(٢).

أما التصكيك الذي يقصد به الاستثمار ، فإنه لا بد أن يخضع لضوابط ثلاثة:

- (١) أن تكون الأصول المالية المصككة مطابقة لمعايير القواعد المالية الإسلامية.
- (٢) أن تكون بنية الصكوك الاستثمارية (*Structures*) مطابقة للمعايير الإسلامية.
- (٣) أن يكون التداول والإصدار مطابقا للمعايير الشرعية^(٣).

وبناء على ما سبق يمكن تعريف التصكيك من وجهة نظر شرعية ، بأنه: "عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء ، يمثل كل جزء منها صكا قابلا للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية". ويعد مالك الصك مالكا للحصة التي

^(١) Shamil Bank, Securitization and Islamic IJARA Sukuk, www.shamilbank.com

^(٢) حسان ، حسين حامد: صكوك الاستثمار ، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية ، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٣م ، المنامة - البحرين ، ص: ٢.

^(٣) Tariq, Ali Arsalan, MANAGING FINANCIAL RISKS OF SUKUK STRUCTURES, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September ٢٠٠٤ , P: ٤.

يمثلها الصك في هذه الأصول المالية أو حصة في رأس مال المشروع الذي ينشأ أو يطور بحصيلة هذه الصكوك الاستثمارية^(١).

المعايير الشرعية لعملية التصكيك:

والأصول المالية التي تمثل الصكوك الاستثمارية الإسلامية ملكية حصص شائعة فيها ، قد تكون أعيانا ، أو منافع ، أو خدمات ، وقد تكون خليطا من أعيان ومنافع وديون في مراحل المشروع. وحينئذ يجوز تداول هذه الصكوك ؛ لأن المحرم شرعا أن تكون الأصول التي تمثلها الصكوك ديونا فقط ، أما إذا كانت الديون ضمن مجموعة من الأصول المالية الحقيقية ، فإنها تأخذ حكم الأصول الأخرى. فالمضامين^(٢) التي لا يجوز بيعها بمفردها لما روي عن رسول الله ﷺ: (نهى عن بيع المضامين والملاقيح)^(٣) ، يجوز بيعها مع أصولها. فقد قال صاحب المبدع: "فإن بيعه مع أمه دخل تبعا كأس الحائط"^(٤). وفي كشف القناع: "ولا يصح بيع الحمل أيضا مع أمه بأن يعتقد عليه معها أي مع أمه لعموم ما سبق ومطلق البيع أي إذا باع الحامل ولم يتعرض للحمل فالعقد يشمل تبعا لأمه إن كان مالكا متحدا"^(٥). فالديون والنقود في المشروع الاستثماري الجاري ليست مقصودة بذاتها في العملية الاستثمارية ، وإنما جزء من أصول مقصود بيعها تتمثل في الأعيان والمنافع والخدمات. فالصكوك التي تمثل هذا المشروع المراد بيع أصوله ويتكون من نقود وديون يجوز بيعها على أن يكون القصد هو بيع الأصول الحقيقية والنقود والديون تدخل أيضا في الصفقة تبعا للأصول ، كما دخل الجنين في الصفقة تبعا للأم. وأس الجدار في البيع تبعا للجدار.

ويتولد عن عملية التصكيك للأصول المالية الحقيقية الصكوك الاستثمارية الإسلامية. وقد عرفها كتاب "المعايير الشرعية" ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"^(٦). وهي أداة تتميز عن سائر الأوراق المالية التقليدية: (الأسهم والسندات)^(٧).

(١) حسان: صكوك الاستثمار ص: ٥. يتصرف.

(٢) المضامين: ما في بطون البهائم وهي الأجنة. قاله أبو عبيد. انظر: ابن عبد البر ، الاستذكار ، م: ٢٠ ، ص: ٩٨.

(٣) الطبراني ، سليمان بن أحمد ، المعجم الكبير ، تحقيق: حمدي بن عبد المجيد ، مكتبة العلوم والحكم ، الموصل - العراق ، ط: ٢ ، ١٤٠٤/١٩٨٣ م ، ج: ١١ ، ص: ٢٣٠.

(٤) أبو إسحاق ، إبراهيم بن محمد بن عبد الله المبدع ، المكتب الإسلامي ، بيروت - لبنان ، دط ، ١٤٠٠ هـ ، ج: ٤ ، ص: ٢٨.

(٥) البهوتي ، منصور بن يونس: كشف القناع ، تحقيق: هلال مصيلحي مصطفى هلال ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، دط ، ١٤٠٢ هـ ، ج: ٣ ، ص: ١٦٦.

(٦) المعايير الشرعية "النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية" ، هيئة المحاسبة والمراجعة

لمؤسسات المالية الإسلامية ، ١٤٢٤ هـ/٢٠٠٣ م ، النماة - البحرين ، ص: ٣١١.

(٧) وهذا هو اختيار: المعايير الشرعية ، ص: ٣١٠.

وفقا للتعريف السابق ، فلا فرق بين الصكوك الاستثمارية الإسلامية وبين الأسهم^(*). ولما كانت السندات لا تدخل في إطار الأوراق المالية مشروعة للتداول بعائد^(**) ، فإن الحديث يدور عن الفرق بين الصكوك الاستثمار الإسلامية ، والأسهم التقليدية. فالصكوك الاستثمارية بديل عن سندات القرض لحرمة إصدارها وتداولها ، وأنها لا تمثل ملكية في المشروع ، وإنما مديونية. وبديل عن الأسهم التي تصدر وفق صيغة المشاركة ؛ إذ تعتبر الأسهم نوعا من أنواع الصكوك الاستثمارية التي تصدر بكل صيغ التمويل الإسلامية ، وهي بذلك أشمل من الأسهم التي لا تصدر إلا بصيغة واحدة. انظر جدول: (١).

لذا ، يرى الباحث إعادة تعريف الصكوك الاستثمارية الإسلامية بما يتسق واستقلاليتها ، فهي: "وثائق تمثل حصصا شائعة متساوية القيمة في ملكية موجودات مشروع استثماري قد تكون أعيانا أو منافع أو خدمات ، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله في إطار القواعد المالية الإسلامية". فالذي يميز الصكوك الاستثمارية الإسلامية عن الأسهم ، هو أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تصدر وفق أية صيغة من صيغ التمويل الإسلامية كالإجارة والسلم والمشاركة. ويسمى الصك الاستثماري بالصيغة التي طرح بها. وتندرج هذه الصكوك كلها تحت مظلة المشاركة في الربح والخسارة الذي يعتبر أساس الاستثمار الإسلامي.

وتصدر لأحد هدفين:

ـ الأول: الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره. من خلال «التصكيك». وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المادية والمعنوية للحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك وعرضها في السوق لجذب مدخرات لتمويل مشروعات طويلة الأجل. وقد سبق الحديث عنه في الفقرات السابقة.

(*) إن الأوراق المالية التقليدية ، تنقسم إلى: سندات وأسهم ، ولا يجوز تداول السندات التي تدر فوائد لاشتغالها على الربا، أما الأسهم ، فيجوز إصدارها وتداولها وفق الضوابط الشرعية: كان لا تشتمل على إنتاج سلع وخدمات محرمة. وكون الصكوك الاستثمارية الإسلامية بديلا عن الأسهم والسندات لا يعني عدم جواز الأسهم ، وإنما لأن الصكوك الاستثمارية الإسلامية أشمل. وللتوسع في موضوع الأسهم والسندات وتقسيماتها وحكمها. يرجى مراجعة: مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة الثامنة ، ع: ٨ ، ج: ٢ ، ١٤١٥هـ/١٩٩٤م. ص: ٣٨٦.

(**) نص مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السادسة المنعقدة بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية من: ١٧ - ٢٣ شعبان ١٤١٠هـ في قراره ذي الرقم: (٦/١١/٦٢) بشأن السندات على ما يأتي:

"وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أم خصمة. قرر:

إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول ؛ لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ، لا أثر لتسميتها بشهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية ، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربعا أو ريعا أو عمولة أو عائدا". يرجى النظر في: مجلة المجمع الفقه الإسلامي ، د: ٨ ، ع: ٨ ، ج: ٢ ، ص: ٤١١.

- الثاني: جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري كتمويل بناء وتطوير مشروعات إستراتيجية ومشروعات البنى التحتية والمرافق العامة ، من خلال تعبئة موارد من المستثمرين. ويتم ذلك بطرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

وبقي أن نشير قبل أن نختم هذا المطلب إلى أن فكرة الصكوك الاستثمارية الإسلامية نشأت في العام ١٩٧٢ عندما طرحت للبحث لأول مرة في المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي ، ثم تبع ذلك عدة محاولات ، كانت أبرز تلك المحاولات والتي بلورت الصورة الأولية للصكوك الاستثمارية الإسلامية هي تلك الدراسة التي قدمها الدكتور سامي حمود الموسومة ب: (سندات المقارضة) ، المقدمة ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار في العام ١٩٨٧. وقد ساهم قرار مجمع الفقه الإسلامي في تأطير وضبط سندات المقارضة وإخراج صورة واضحة عن صكوك استثمارية إسلامية لأول مرة^(١) ، ثم توالى بعد فترة صدور أنواع متعددة من الصكوك وفق بقية صيغ التمويل الإسلامية حتى توجت بإصدار صكوك الإجارة التي طرح فكرتها لأول مرة منذر قحف في كتابه (سندات الإجارة والأعيان المؤجرة).

(١) الشاذلي ، وليد خالد وحجي ، عبد الله يوسف: بحث بعنوان: صكوك الاستثمار الشرعية ، دن ، دت ، ص: ٧.

جدول: المقارنة بين الصكوك الاستثمارية الإسلامية والأسهم

الصكوك الاستثمارية الإسلامية	الأسهم
منتج مبتكر من الهندسة المالية الإسلامية.	منتج مبتكر من الهندسة المالية التقليدية بعد قيام الشركات المساهمة.
تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية كلها. كالمضاربة والمزارعة والمغارسة والسلم ، وبذلك تتعدد أنواعها	تصدر وفق صيغة واحدة وهي المشاركة ، وبذلك تكون نوعا من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك وهي بذلك نوع فرعي
يمكن أن تصدرها فئات متعددة بحسب ما يملكه من أصول ، فحتى من لا يملك إلا أرضا يمكن أن يصدرها.	لا يصدرها إلا من يملك مركزا ماليا ؛ لأن حامله يكون مساهما في المشروع مع حملة الأسهم الآخرين.



المطلب الثاني: الخصائص العامة للصكوك الاستثمارية الإسلامية

ثمة خصائص عامة تتميز بها الصكوك الاستثمارية الإسلامية عن الأوراق المالية التقليدية ، وخصائص عامة أخرى تشترك معها نجملها في هذا المطلب. ومن أهم هذه الخصائص العامة:

أولاً: الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات.

إن الصكوك الاستثمارية تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عائدات ، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها ، وهذه الموجودات قد تكون أعياناً أو منافع أعيان أو خدمات ، وقد تكون نقوداً ، أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة ، كما قد تكون مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من ذلك كله^(١). بهذه الخاصية يتميز الصك الاستثماري الإسلامي عن السند الربوي ، حيث يمثل السند ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله. يعني ذلك أن العائد على الصك صار مشروعاً لما يمثله الصك من أعيان ومنافع ، وعلى أساس تحمل حامله كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الأصول ، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات ويستحق بذلك نسبة محددة دون أن يتحمل شيئاً من التبعات. وتتفق الأسهم مع الصكوك الاستثمارية الإسلامية في هذه الخاصية.

ثانياً: الصكوك تصدر بفئات متساوية.

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة ؛ لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع ، تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها ، ويشبه الصك الاستثماري الإسلامي في ذلك السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة ، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التي تمثل ديوناً في ذمة مصدرها ، وتصدر بفئات متساوية^(٢).

ثالثاً: استحقاق الربح وتحمل الخسارة.

إن المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، هو ذات المبدأ الذي على أساسه تقوم كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية ، من تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح ، وهو مبدأ "الغنم بالغرم" و"الخارج بالضمان" ، ويعني ذلك أن حامل الصك

^(١) خسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٦. بتصرف

^(٢) نفس المرجع السابق.

يجب عليه أن يتحمل أعباء ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك ، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوط في القيم^(١) ، وفي ذلك فالصك الاستثماري يشبه السهم.

رابعاً: قابلية الصكوك الاستثمارية للتداول.

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية قابلة للتداول بطبيعة الحال ، تماماً كتداول الأوراق المالية التقليدية: (الأسهم والسندات) ، سواء أكان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً. ويمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكان بالمناولة أو بالوسائل الالكترونية.

خامساً: ضبط الإصدار والتداول بضوابط شرعية.

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، شأنها في الالتزام بضوابط الشرع شأن كافة المعاملات المالية التي يجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية وأن تدور في إطارها ، سواء تعلق الأمر بمنع العملية أصالة كحزمة تعاطي الربا قطعاً ، أم لسبب ذاتي ، مثل: حرمة التعامل مع الصكوك التي تمثل أصولاً محرمة. فالصكوك الاستثمارية في ذاتها يجوز التعامل معها ، ولكن كونها تمثل أصولاً محرمة جعلها يحرم التعامل معها إصداراً وتداولاً. كما يجب الالتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة الموجودات ، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة والمصدرين والمشتريين من جهة أخرى^(٢). وهذا يميز الصكوك الاستثمارية عن كافة الأوراق المالية التقليدية لعدم خضوعها لمثل هذه الضوابط. وسيأتي تفصيل هذا عند الحديث عن إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية في المبحث الرابع من هذا الفصل.

سادساً: صدور الصكوك الاستثمارية على أساس صيغ التمويل الإسلامية.

هذه الخاصية من الخصائص التي تميز الصكوك الاستثمارية الإسلامية عن سائر الأوراق المالية التقليدية ، سواء أكانت الأسهم التي تصدر بصيغة واحدة وهي المشاركة ، أم السندات. فالصكوك يمكن أن تصدر بكافة صيغ التمويل الإسلامية كالمضاربة والإجارة والمزارعة ، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها ، وتحكمه ضوابط وأحكام تلك الصيغة ، فصكوك المضاربة تحكمها أحكام وضوابط صيغة المضاربة ، وصكوك الإجارة تخضع لأحكام وضوابط عقد الإجارة الشرعية. وقس على ذلك ما سواه من صكوك استثمارية إسلامية^(٣).

وتكمن أهمية الصكوك الاستثمارية الإسلامية في أنها تقوم بدور كبير في زيادة الاستثمارات ، وتحريك عجلة المؤسسات المالية التي تعتبر عصب الحياة الاقتصادية للمجتمعات ،

(١) أبو غدة ، عبد الستار: مخاطر الصكوك الإسلامية ، بحث مقدم إلى ندوة: "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية" ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ١٤٢٥هـ/ ٢٠٠٤م ، عمان - الأردن ، ص: ٦.

(٢) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٢٣ ، بتصرف.

(٣) المرجع السابق ، ص: ٧.

كما أنها تقوم بدور إيجابي في تعزيز التنمية الاقتصادية. ونوجز أهمية هذه الصكوك في النقاط التالية^(١):

- (١) الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات والمؤسسات المالية بصورة تجتذب العديد من فئات المجتمع المعزولة عن التنمية والبناء تورعا وخوفا من الوقوع في الحرام للمشاركة المشروعة.
- (٢) إمكانية التوسع الأفقي في استخدام الصكوك الاستثمار الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية وذلك بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود.
- (٣) إيجاد الإطار الملزم لإدارة السيولة الفائضة لدى المؤسسات المالية الإسلامية وما يترتب على ذلك من نتائج اقتصادية مباشرة وغير مباشرة لصالح الدولة والمواطنين.
- (٤) تهيئة المناخ لتطوير سوق مالية إسلامية وما يستتبع ذلك من اجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال ، سيما أموال المغتربين وسائر رؤوس الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- (٥) الوصول بفكرة الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي حيث أصبح العالم الكبير كالبلد الواحد في الانتقال وترابط المصالح.
- (٦) تعتبر الصكوك الاستثمارية الإسلامية إحدى أدوات معالجة عجز الموازنة العامة الفاعلة ، والتي يمكن أن تعتبر بديلا شرعيا ناجحا في تمويل عجز الموازنة العامة في كثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض بالفائدة (سندات الخزنة) وما يجره ذلك من تراكم الديون مع فوائدها عليها مما يمتص جزء من دخلها وثروتها الوطنية كما أن له آثارا اجتماعية سلبية تؤدي إلى سوء توزيع الدخل والثروة مما يحرم الفئات الفقيرة.
- (٧) إمكانية استخدام الصكوك الاستثمارية الإسلامية كأداة للتحكم في السياسة النقدية ، بإصدار صكوك لا تدر عائدات ، فتقوم الحكومة ببيعها لامتناع النقد المتداول أو تخفيض العرض النقدي ، وشرائها لزيادة العرض النقدي ، مما يجعلها وسيلة جيدة لعلاج التضخم.



^(١) الشايجي: بحث الصكوك الاستثمارية الشرعية ، ص: ٣٢.

المبحث الخامس

التصكيك وأنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية

المطلب الأول: التصكيك

نشأ التصكيك وتطور في أحضان الاقتصادات التقليدية. وكثير من الأصول المالية التي تصكيك في هذه الاقتصادات لا تتوفر فيها المعايير الشرعية للتصكيك^(*)، مع توافق بعض منها مع القواعد المالية الإسلامية، فالغالب في الأصول المالية المصككة في تلك الاقتصادات هي الأصول ذات الصلة الوثيقة بالديون، وهذا ما لا يتفق والمبادئ الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية مطالبة باعتماد آلياتها الخاصة الموافقة أصلا للشريعة الإسلامية بشكل أساسي، بدل الاعتماد على آليات السوق التقليدية، وإنما يمكن الاستعانة بتلك كأدوات ثانوية لرفع الكفاءة العملية. وحتى في تعامل المؤسسات المالية الإسلامية مع تلك التقليدية عليها الالتزام بأدوات الهندسة المالية الإسلامية، وهذا يساعد على إعادة هيكلة أصول المؤسسات التقليدية التي تسعى لأسلمة أنظمتها⁽¹⁾.

ووفقا للقواعد المالية الإسلامية، فإن الأصل المالي يكون معتبرا إذا كان يمثل مالا متقوما وفق المعايير الشرعية^(*).

ويمكن حصر الأصول المالية في: الأعيان، المنافع، الخدمات. فيندرج تحت الأعيان: المباني بأنواعها: المباني السكنية، المستشفيات، المطارات، والموانئ، والجسور، ويندرج تحت المنافع: منافع العقارات وسائر الأصول، وتحت الخدمات: التعليم بكافة مستوياتها وأنواعه، والصحة، كما يمكن أن تجتمع مع الأعيان والمنافع: النقود والديون في فترة من فترات المشروع.

^(*) عند حديثنا عن التصكيك هنا، إنما نقصد به التصكيك من أجل التداول بعوائد. فإذا كان القصد هو الحصول على العائد، فإن كل الأصول المالية المصككة في الاقتصاد التقليدي لا تصلح كلها للتصكيك في اقتصاد إسلامي، كالديون مثلا، فلا يجوز تصكيك الديون بغية التداول والحصول على عوائد؛ لأنه من قبيل الربا. أما إذا كان الهدف من التصكيك إنسانيا لا يدر أي عوائد دنيوية، فإن تصكيك الديون يعتبر قرضا حسنا، وتحصل عوائدها في الآخرة. أما الصكوك التي تدور حولها دراستنا هي الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي تدر عوائد مالية عاجلة مع عدم إغفال العائد الأخرى بطبيعة حال الاستثمار الإسلامي.

⁽¹⁾ Suleiman, Islamic Securitization: Practical Aspects, P: ٤.

^(*) وقد قسم الفقهاء المال إلى:

- المال المتقوم: وهو ما كان محرزاً فعلاً ويجوز الانتفاع به في حالة الاختيار.

- المال غير المتقوم: ما لم يحرز بالفعل، أو كان لا يباح الانتفاع به إلا في حال الاضطرار.

انظر: موسى، محمد يوسف: الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي، دار الفكر العربي، دط، ١٩٨٧م، ص:

١٦٤.

أما صيغ التمويل الإسلامية فكلها قابلة للتعامل بها في تصكيك كافة الأصول المالية السالفة الذكر ، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم نقوداً أم ديوناً على الذمم وفق ضوابط وشروط كل صيغة. فالتعامل مع الأعيان والمنافع يختلف عن التعامل مع الديون مثلاً ، وليس المجال هنا للحديث عن الضوابط الذي سيكون في المبحث الرابع عند الحديث عن إصدار وتداول الصكوك.

إن عملية تحويل الأصول المالية إلى صكوك استثمارية من خلال عملية التصكيك وفق صيغ التمويل الإسلامية تشمل كل أنواع الأصول المالية السابقة. ويمكن لهذه الأصول أن تكون أصولاً عينية ، كإصدار صكوك لتمويل إقامة مصنع ، أو تكون مجموعة من الأصول العينية والنقدية والديون في الذمة والمنافع ، تضم بعضها إلى بعض ، وتصدر بها صكوك تمثل ملكيتها^(١) ، ويجوز تداولها بشروطها بموجب قرار مجمع الفقه الإسلامي ، ذي الرقم: (٣٠ - ٤/٥) في المؤتمر الرابع لسنة ١٤٠٨ هـ^(٢).

إن عملية التصكيك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية ينتج عنها تنوع الصكوك تبعاً لتنوع الصيغ التي تصدر على أساسها الصكوك. وفي الفقرات القادمة سنرى أنواع الصكوك الاستثمارية^(٣).

المطلب الثاني: صكوك المضاربة

عرفت "المعايير الشرعية" لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المضاربة بأنها: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"^(٤).

فهي - إذا - وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي ينوب عنه ، بقصد استغلالها باستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص ، أو في مجموعة الأنشطة التي يختارها المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية ، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة المشروع أو نوع النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك ومدة هذا الاستثمار والأرباح المتوقعة منه وطريقة توزيعها بين

(١) قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة ، ص: ٣٥.

(٢) للاطلاع على نص القرار ، ينظر: المبحث الثالث: أنواع الصكوك الاستثمارية ، المطلب الثاني: صكوك المضاربة ، من هذا الفصل ، ص: ٤١.

(٣) وهذا هو تقسيم كتاب: "المعايير الشرعية" لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في إصداره (٢٠٠٣/٢٠٠٤) ، ص: ٣١٠. لأنواع الصكوك الاستثمارية ، مع تعديل بسيط. وقد سرت عليه ، لأنها المعايير المتفق عليها بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية.

(٤) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٢.

المضارب وحملة الصكوك. وصكوك المضاربة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار وحتى تاريخ تصفية المضاربة»^(١).

إن فكرة صكوك المضاربة كانت اللبنة الأولى في مسيرة بناء الصكوك ، وقد طرحت في وقت مبكر بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الصكوك الاستثمارية الإسلامية. فقد طرحت الفكرة لأول مرة في المملكة الأردنية الهاشمية. وذلك في العام ١٩٧٧م. بتقديم سامي حمود دراسة في هذا الصدد إلى لجنة الفتوى الأردنية لدراستها. وكان الهدف من طرح هذه الصكوك إعمار أراضي الأوقاف التابعة لوزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية^(٢).

وقد بحث مجمع الفقه الإسلامي موضوع صكوك المضاربة في دورته الرابعة المنعقدة في مدينة جدة بالمملكة العربية السعودية. وبعد تداول الموضوع والنظر فيه صدر قراره الذي حمل رقم: (٣٠ - ٤/٥). ونصه:

”بعد الاطلاع على الأبحاث المقدمة في الموضوع قرر ما ينبغي أن تكون عليه طبيعة صكوك المقارضة:

١) سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة).

٢) الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:

- العنصر الأول: أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

- العنصر الثاني: يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار) وأن (الإيجاب) يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

^(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٧.

^(٢) للاطلاع على نص الفتوى انظر: الملحق رقم: (١).

- العنصر الثالث: أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة

للاكتتاب باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

أ - إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقودا فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتنطبق عليه أحكام الصرف.

ب - إذا أصبح مال القراض ديونا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون

ج - إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع ، أما إذا كان الغالب نقودا أو ديونا فتراعي في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة. وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة.

- العنصر الرابع: أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع

بها هو المضارب أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

٣) مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول:

يجوز تداول سندات المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين ، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع ، كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص على النحو المشار إليه.

٤) لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال. فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

٥) لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل ، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعدا بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء و برضا الطرفين.

٦) لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلا. ويترتب على ذلك:

أ - عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

ب - أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد.

ج - أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع ، وأن يكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك.

٧) يستحق الربح بالظهور ويملك بالتنضيض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

٨) ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود التنضيض الدوري ، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

٩) ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه ، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطالان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد^(١).

فإذا أصدرت صكوك المضاربة وفق هذه المعايير ، فإنها تكون شرعية ويجوز تداولها. وبقيت الإشارة إلى أن صكوك المضاربة يمكن تصنيفها إلى أنواع:

^(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، ٨: د ، ٨: ع ، ٢: ج ، ١٤١٥هـ/١٩٩٤م ، ص: ٤١٤ - ٤١٧.

أولاً: صكوك المضاربة طويلة الأجل: وتكون المدة من خمسة سنوات فصاعداً ، وهذا مجرد تقدير ؛ لأن مسألة الأجل يتوقف على طبيعة المشروع.

ثانياً: صكوك المضاربة قصيرة الأجل: وتكون المدة من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً ، ويتوقف على طبيعة المشروع.

وكلا النوعين من صكوك المضاربة طويل وقصير الأجل ينقسمان إلى:

(١) صكوك مضاربة مطلقة: وهي التي لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً ، وإنما يخول المضارب الصلاحيات في اختيار المشروع المناسب حسب خبرته. ويكون له حق الاستثمار المطلق ، ويبين في كل مدة الأرباح التي تحققت أو الخسارة التي لحقت بالمشروع. فينال كل صك حصته من الأرباح أو الخسائر. ويكون مصدر الصك هو المضارب ، وحامله رب المال.

(٢) صكوك مضاربة مقيدة: وفي هذه الحالة يخصص حملة الصكوك مشروعاً معيناً أو مجالاً معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة. ولا يحق له الخروج عنها ، وإلا اعتبر متعدياً. وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع.

ثالثاً: صكوك مضاربة مستردة تدريجياً: فيرد - في هذا النوع - جزء من رأس مال المضاربة مع كل مرة توزع فيها الأرباح ، حيث يسترجع حملة الصكوك القيمة الاسمية للصكوك مع الأرباح حتى يستردوا كامل رأس مالهم ، وينتهي بتملك المضارب للمشروع.

رابعاً: صكوك مضاربة مستردة في آخر المشروع: ولا تسترد القيمة الاسمية للصكوك في هذه الحالة إلا بعد التنضيق. على أن يحصل حملة الصكوك على أرباحهم بشكل دوري مع اعتبار الربح والخسارة في معادلة توزيع الأرباح الدورية. وبعد نهاية المشروع المحدد سلفاً بمدة معينة يتم توزيع القيمة الاسمية للصكوك على حملته وبالتالي تنطفئ مع نهاية المشروع.

خامساً: صكوك مضاربة منتهية بالتمليك: في هذه الحالة يحصل حملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوكهم بعد انتهاء المشروع على شكل تمليك للمشروع ، كل حسب حصته في المشروع. ومثال ذلك: لو طرحت جهة لتمويل بناء مبنى ، فإنه بعد الانتهاء من عملية البناء وبدء الاستفادة من البناء يحصل كل من حملة الصكوك والمضارب على نسبة من الأرباح ، وبعد انتهاء الفترة المحددة يتحول المبنى إلى ملكية حملة الصكوك^(١).



(١) القره داغي: بحوث في الاقتصاد الإسلامي ، دار البشائر الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع ، بيروت - لبنان ، ط: ١ ، ١٤٢٣هـ/٢٠٠٣م ، ص: ٣٣٥ وما بعدها. بتصرف

المطلب الثالث: صكوك الإجارة.

صكوك الإجارة أنواع: فإما أن تكون صكوك ملكية الأعيان المؤجرة ، أو صكوك ملكية المنافع ، وهي بدورها تننوع إلى نوعين فرعيين: باعتبار وجود أعيان المنافع ، وباعتبار تعلقها في الذمة ، أو صكوك ملكية الخدمات ، وهي - أيضا - تننوع باعتبارين ، هما: حضور الخدمات أو تعلقها في الذمة. ولهذا التنوع فضل الباحث أن يرجئ تعريف صكوك الإجارة لتعريف كل نوع على حدة. وفيما يلي نتناول كل هذه الأنواع بالتفصيل وعلى حدة بعد الحديث عن أهمية صكوك الإجارة.

أهمية صكوك الإجارة.

تعتبر صكوك الإجارة أكثر الصكوك رواجاً في الإصدار والتداول في الأسواق المالية ، وتكتسب أهميته من^(١):

(١) تكتسب أهميتها من أهمية الإجارة نفسها ، لما تتمتع بها من ميزات بالمقارنة مع صيغ التمويل الأخرى الإسلامية والتقليدية.

(٢) أنها تمثل القاسم المشترك بين المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية في التمويل ، مما يفسح المجال أمامهما للتعاون البيئي.

(٣) أن صكوك الإجارة تساهم وبقدر كبير في تمويل احتياجات الدولة ، بإقامة المشروعات الكبيرة ذات النفع العام ، مثل: الجسور والطرق والأنفاق ، لتكون بديلاً إسلامياً عن سندات القرض العام وسندات الخزينة. كما أن صكوك الإجارة يمكن أن تكون بديلاً عن سندات القرض التي تحصل بالعملة الأجنبية ؛ لأن بإمكان صكوك الإجارة أن تصدر لآلات وأجهزة وإنشاءات تدفع قيمها بعملة أجنبية. وبالتالي ، فيمكن إصدار صكوك إجارة تحصل قيمتها بالعملة الأجنبية ، ويمكن أن تكون منافساً أيضاً للاقتراض الخارجي ، وبخاصة إذا طرحت صكوك الإجارة للتداول في أسواق المال العالمية.

(٤) أن صكوك الإجارة تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة ، لما للدولة من حاجة إلى أوراق مالية تتسم بالثبات والاستقرار ، فصكوك الإجارة تلبي هذا الطلب؛ لأن عوائدها الصافية قد تصل إلى درجة الثبات. فإذا كانت الدولة تصدر صكوك إجارة فإنها ستتمتع بنسبة عالية من الضمان والثقة. لذا ، فإن هذه الصكوك يمكن أن تكون بديلاً عن سندات الخزينة في السياسة النقدية للبنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة. فيشتري البنك المركزي صكوك الإجارة الحكومية من السوق إذا ما رغب في زيادة العرض

^(١) قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة ، ص: ١١ - ١٢ ، ١٠١ - ١٠٥.

النقدي ، وبيعها إذا قرر تقليص العرض النقدي. وهذه ميزة تتميز بها صكوك الإجارة عن الأسهم لما لها من استقرار إلى درجة تصل الثبات.

٥) وأهمية صكوك الإجارة بالنسبة إلى البنوك الإسلامية ، تتمثل في: أنها يمكن أن تستعين بها في تعبئة الموارد المالية التي تحتاج إليها. فبإمكان البنك الإسلامي أن يصدر صكوك إجارة لأعيان ، مقابل التمويل بالتأجير الذي يقوم به ، وذلك من أجل استرداد ما قدمه من تمويل ، ليستعمل في تمويل مشروعات تمويلية أخرى ، ومثال ذلك: أن يتعاقد بنك إسلامي على تمويل بالإجارة مع شركة للنقل البحري ، تحتاج إلى باخرة كلفة شرائها (١٦,١٢٠) مليون دينار إسلامي ، فيقوم البنك بشراء الباخرة ويملكها فعلا ، ثم يسلمها لشركة النقل البحري على أساس الإجارة ، لمدة خمس عشرة سنة بأجرة سنوية مقدارها مليون دينار ، يضاف إليها قسط التأمين الإسلامي البالغ مائة ألف دينار ، يدفعها المؤجر مباشرة إلى شركة التأمين الإسلامي. ويشمل التأمين جميع المخاطر التي تتعرض لها الباخرة ، فيما يتعلق بتمكين المستأجر من تحصيل منافعها (كلها أو جزئيا) ، أي أن الصيانة الجوهرية غير المعلومة عند العقد مشمولة بالتأمين ، يضاف إلى ذلك أن المستأجر يتحمل نفقات الصيانة التشغيلية. والمخاطر التشغيلية ، وهي مخاطر خاضعة للتأمين أيضا ، ولكن لا علاقة للمؤجر بها. ولنفرض أن عقد الإجارة قد تضمن وعدا بهبة الباخرة في آخر مدة الإجارة إلى المستأجر. أما خلال مدة الإجارة بكاملها ، فإن الباخرة تبقى ملكا للبنك الإسلامي. ويحصل على عائد إيجاري صافي على العملية التمويلية نسبته (٩%) سنويا.

خصائص صكوك الإجارة.

بالإضافة إلى الخصائص العامة التي تتميز بها الصكوك الاستثمارية الإسلامية - تشترك تارة مع الأوراق المالية التقليدية وتختلف تارة أخرى - والتي مرت بنا في المبحث الأول من هذا الفصل ، فإن صكوك الإجارة تتميز بخصائص خاصة بها ، وأهمها:

- (١) أن صكوك الإجارة تتسم باستقرار السعر وثبات العائد: فصكوك الإجارة تعتبر عائداتها شبه مؤكدة ومضمونة ، مما يجعل استقرارها يصل إلى درجة الثبات في كثير من الأحيان، هذا إذا ما قارناها بأنواع الصكوك الاستثمارية الأخرى^(١).
- (٢) مرونة صكوك الإجارة: تتمتع صكوك الإجارة بمرونة كبيرة من خمسة نواحي ، هي^(٢):

^(١) المرجع السابق ، ص: ١١٢.

^(٢) أبو سليمان ، عبد الوهاب إبراهيم: عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامي دراسة مقارنة ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة - المملكة العربية السعودية ، ط: ٢ ، ١٤٢٠هـ / ٢٠٠٠م ،

- أ. مرونة صكوك الإجارة من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها من خلالها: إذ يمكن أن تمويل بها المشروعات سواء كانت حكومية أم فردية ، محلية أو إقليمية أو عالمية ، لكون الإجارة تعتبر من القواسم المشتركة بين المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية.
- ب. مرونة صكوك الإجارة من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها: فصكوك الإجارة يمكن إصدارها من قبل المستفيد مباشرة أو من خلال مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك أو المؤسسات المختصة.
- ج. مرونة صكوك الإجارة بالنسبة لتلبية حاجات تمويلية متنوعة: فيمكن عن طريق صكوك الإجارة تمويل المشروعات التي تهدف إلى تحقيق أرباح مادية ، كما يمكن أن تمويل المشروعات التي تهدف إلى تحقيق أرباح اجتماعية.
- د. مرونة صكوك الإجارة بالنسبة لتنوع صورها: لقد رأينا فيما سبق كثرة الأنواع الفرعية لصكوك الإجارة ، سواء أكان من حيث إجارة المنفعة أو العين أو الخدمة ، أو الحضور أو الوصف في الذمة ، مما يجعلها تقوم بدور إيجابي في إنشاء سوق مالية إسلامية بشقيها.

أنواع صكوك الإجارة.

أولاً: صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

تعرف هذه الصكوك ، بأنها: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها ، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك ، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها ، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك^(١).

وصورة هذا النوع: تقوم على أساس وجود عقار مملوك لشخص واحد يحمل صكا يمثل ملكيته للعقار ، وهو مؤجر لطرف آخر هو المستأجر الذي يدفع للمؤجر أجرة العقار بصورة دورية بداية كل شهر مثلاً. ويعتبر صك الإجارة في هذه الحالة صك ملكية عين مؤجرة. ويمكن أن يصدر هذا الصك عن إدارة حكومية معينة ، أو مالك عقار بنفسه. ويتضمن الصك وصفاً للعقار بعينه وأوصافه واسم مالكه وبيانات لشروط إجارته مع اسم المستأجر وسائر المعلومات الإجرائية اللازمة. ويمكن بيع هذا العقار دون المساس بحقوق المستأجر ، ويكون انتقال ملكية الصك بإجراء القيد

ص: ٣٥ ، نقلاً عن: شرح منتهى الإرادات ، ج: ٢ ، ص: ٣٥٣ ، كشف القناع عن متن الإقناع ، ج: ٣ ، ص: ١٧٣ كلا الكتابين للبهوتي ، ونهاية المحتاج إلى شرح المنهاج ، ج: ٥ ، ص: ٢٦٦ للرملي.
(١) المعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٠.

أعمالها ومشاريعها الصحية ومواصلة تقديم خدماتها ، ويشترط أن تكون طبيعة هذه الخدمة واضحة بما لا يدع مجالاً للنزاعات.

ونختتم هذا المطلب بإيراد قرار مجمع الفقه الإسلامي في شأن صكوك الإجارة:

بحث مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته الخامسة عشرة بمسقط (سلطنة عُمان) من ١٤ إلى ١٩ المحرم ١٤٢٥ هـ، الموافق ٦ - ١١ آذار (مارس) ٢٠٠٤م في صكوك الإجارة. بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع صكوك الإجارة ، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله.

قرر ما يأتي:

(١) تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك (أو التسنيد أو التتوريق) الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول ، مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلاً. والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية. وعلى ذلك عُرِّفت بأنها "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل".

(٢) لا يمثل صك الإجارة مبلغاً محدداً من النقود، ولا هو دين على جهة معينة - سواء أكانت شخصية طبيعية أم اعتبارية - وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءاً شائعاً (سهماً) من ملكية عين استعمالية ، كعقار أو طائرة أو باخرة ، أو مجموعة من الأعيان الاستعمالية - المتماثلة أو المتباينة - إذا كانت مؤجرة ، تدرّ عائداً محدداً بعقد الإجارة.

(٣) يمكن لصكوك الإجارة أن تكون اسمية ، بمعنى أنها تحمل اسم حامل الصك ، ويتم انتقال ملكيتها بالقيد في سجل معين ، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها كلما تغيرت ملكيتها ، كما يمكن أن تكون سندات لحاملها ، بحيث تنتقل الملكية فيها بالتسليم.

(٤) يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها - إذا توافرت فيها شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلاً لعقد الإجارة - كعقار وطائرة وبخرة ونحو ذلك ، ما دام الصك يمثل ملكية أعيان حقيقية مؤجرة ، من شأنها أن تدرّ عائداً معلوماً.

(٥) يجوز لمالك الصك - أو الصكوك - بيعها في السوق الثانوية لأي مشتر ، بالثمن الذي يتفق عليه ، سواء كان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به ، وذلك نظراً لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب).

(٦) يستحق مالك الصك حصته من العائد - وهو الأجرة - في الآجال المحددة في شروط الإصدار منقوصاً منها ما يترتب على المؤجر من نفقة ومؤنة ، على وفق أحكام عقد الإجارة.

(٧) يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن أن يصدر صكوك إجارة تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد إيجارتها من الباطن ، ويشترط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين ، سواء تم الإيجار بمثل أجره الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر. أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين ، فلا يجوز إصدار الصكوك ؛ لأنها تمثل ديوناً للمصدر على المستأجرين.

(٨) لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده ، وإذا هلك الأعيان المؤجرة كلياً أو جزئياً فإن غرمها على حملة الصكوك^(١).



المطلب الرابع: صكوك المشاركة

صكوك المشاركة ، هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع استثماري ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة ، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم ، وتدار صكوك المشاركة على أساس صيغة المشاركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار"^(٢). فصكوك المشاركة إذا تصدر لحساب مشروع قائم يُرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك ، أو لحساب مشروع جديد يُرغب في تشييده بحصيلة الصكوك على أساس عقد المشاركة الشرعية ، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنها. ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك بوصفهم شركاء. وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة ، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح. أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء.

أما في حال كون الصكوك صكوك الوكالة في الاستثمار ، فيصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلًا بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر. ويكتتب المؤكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح^(٣). وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات وصلاحيات الوكيل والأجرة التي يستحقها. وهي بذلك

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، د: ١٥ ، القرار رقم: ١٣٧ (١٥/٣) ، يرجع إلى موقع الدكتور وهبة الزحيلي على العنوان التالي: www.zuhayli.net/decision.htm#٣.

(٢) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٢.

(٣) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٧.

ذلك قريبة إلى صكوك المشاركة التي يدير مشروعها أحد الشركاء أو شخص خارجي يتقاضى أجره محدودة.

وصكوك المشاركة في ذاتها أنواع ، فمنها الأسهم المعروفة في الأوراق المالية التقليدية ، وفيما يلي نوجز أهم أنواع صكوك المشاركة:

أولاً: الأسهم التقليدية: صكوك تثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة ، والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم^(١). ويشترك المساهمون في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية.

ثانياً: صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة مصدرها: يكون ذلك بأن تطرح جهة معينة ، سواء أكانت فردا أم مؤسسة أم شركة ، صكوكا بحصص متساوية لمشروع معين تشترك الجهة المصدرة بنسبة معينة من رأس مال المشروع ، على أن يكون الجميع شركاء ، ويتم إدارة المشروع من الجهة المصدرة للصكوك. وهذه تختلف عن الأسهم من حيث إن حملة هذه الصكوك لا يشتركون في الإدارة بخلاف حملة الأسهم الذين يكونون مديرين للمشروع^(٢).

ثالثاً: صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى^(٣): وهذا النوع هو مثل النوع الأول ، لكن إدارة المشروع المشترك بين الجهة المصدرة للصكوك وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح. وبالتالي ، فهي من حيث توكيل الإدارة لجهة أخرى أشبه بصكوك الوكالة في الاستثمار ، إلا أنها تختلف عنها ، من حيث المصدر للصكوك. ففي حال الوكالة في الاستثمار ، فإن المصدر هو المؤكل بالاستثمار. أما في هذه الحالة ، فإن المؤكل يكون مجرد أجير يأخذ أجره من أرباح المشروع.

ومن حيث مدة عمل المشروع يمكن تقسيم صكوك المشاركة إلى ثلاثة أنواع ، وهي:

أولاً: صكوك المشاركة المستمرة: وهي مثل الأسهم ، على أن يكون المشروع المطروح من أجله صكوك المشاركة مستمرا في العمل والمكتتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال عمر المشروع غير المحدد. ويصدق ذلك على: إصدار جهة ما صكوك مشاركة لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في إنشاء مصنع لمواد البناء ، وهكذا منشآت تكون مستمرة في العمل غالبا.

ثانياً: صكوك المشاركة المؤقتة: وتمثل هذه الصكوك مشروعا يكون محددا بمدة زمنية معينة ، ويمكن استرداد القيمة الاسمية لهذه الصكوك ، بأحد أسلوبين:

(١) إرشيد: الشامل في المعاملات وعمليات المصارف الإسلامية ، دار النفائس ، عمان - الأردن ، ٢٠٠١ م ، ص: ٢١١.

(٢) القره داغي: بحوث في الاقتصاد الإسلامي ، ص: ٣٤٣.

(٣) نفس المرجع السابق.

(أ) بالتدرج: في هذا الأسلوب يحصل حملة الصكوك على أجزاء من القيمة الاسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح ، حتى يستردوا القيمة الاسمية للصكوك بالإضافة إلى الأرباح ، وبذلك يكون الصك قد أطفأ.

(ب) بتعيين زمن محدد: ويحصل حملة الصكوك على القيمة الاسمية للصكوك في تاريخ محدد يصفى فيه المشروع وتوزع عائدات التصفية على حملة الصكوك ، وبذلك ينتهي المشروع.

ثالثاً: صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك: وهذا النوع من الصكوك يشبه النوع الثاني ، إلا أن المشروع في هذا النوع ينتهي بتمليكه لحملة الصكوك^(١).



المطلب الخامس: صكوك السلم

عرفت المعايير الشرعية صكوك السلم ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها ، لتحصيل رأس مال السلم ، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"^(٢).

فالمصدر لصكوك السلم ، هو البائع لبضاعة السلم ، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه ، لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلاتها ، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم ، أو بيع البضاعة بسلم مواز^(٣) من جنس بضاعة السلم ونفس مواصفاتها قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم ، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له. وتمثل صكوك السلم - بعد قفل باب الاكتتاب ، وتخصيص الصكوك فيما أصدرت له - ملكية حصة شائعة في بضاعة السلم.

وللدول النفطية أو التي تتمتع بمواد خام أو ثروات حيوانية أن تفيد من هذه الصكوك ، بأن تصدر صكوك سلم لما تنتجه من ثروات كالنفط مثلاً:

(١) تطرح الدولة في شهر كانون الثاني بيع كمية من النفط التي ستقوم باستخراجه من الآبار في آخر شهر شباط مثلاً. ويقوم الأفراد أو المؤسسات المالية بشراء

(١) المرجع السابق ، ص: ٢٤٥ وما بعدها.

(٢) المعايير الشرعية ، لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١١.

(٣) السلم الموازي: هو أن يعقد المسلم إليه أن يعقد سلماً مستقلاً مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه فبيع. ويكون البائع في هذه الحالة في السلم الأول مشترياً في السلم الثاني ، وهو جائز. المرجع السابق ، ص: ١٧٢.

تلك الصكوك النفطية وبسعر يتم الاتفاق عليه. ولا شك أن هذا السعر سيأخذ في الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.

(٢) تكون قيمة الصك عشرة آلاف دولار مثلا أو أي مبلغ آخر لكمية معينة من النفط تذكر في الصك.

(٣) عند تاريخ استحقاق صكوك السلم النفطية تقوم الدولة بتوفير الكمية المتفق عليها من النفط وتبيعها الجهة الموكلة من قبل حملة الصكوك (وزارة من وزارات الدولة المعنية مثلا) بصفتها وكالة عن حملة الصكوك في السوق العالمية وتوزيع قيمة المبيع على حملة الصكوك نسبة وتناسبا وقد تكون النتيجة ربحا أو خسارة^(١).



المطلب السادس: صكوك المراجعة

وتعرف المعايير الشرعية صكوك المراجعة ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة ، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"^(٢).

فالمصدر لهذه الصكوك هو المؤسسة الوسيطة التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مراجعة ، ثم بيعها في الأسواق ، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق ، فقد يربح حملة الصكوك إذا كان الفارق موجبا ، ويخسرون في حال كون العائد ساليا.

وقد طرح فكرة صكوك المراجعة الدكتور سامي حمود لأول مرة ، وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس عام ١٩٨٤ ، وقال: "وقد كان بيع المراجعة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية ؛ باعتبار أن بيع المراجعة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح ، وموعد تحققه ، ونسبة ما يستحق من الزمن ، وما يتبقى لما هو باق من الأيام. وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلا بمثل ، فإن هذه الديون إذا كانت جزء من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان ، فإنها تصبح قابلة للبيع"^(٣).

وتتمثل هذه الفكرة في إنشاء شركة لحساب بنك البركة الإسلامي في البحرين تكون متخصصة في تمويل المراجعة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة

(١) الشايجي: صكوك الاستثمار الشرعية ، ص: ١١.

(٢) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١١.

(٣) القره داغي ، ص: ٣٤٨. نقلا عن: حمود ، سامي ، تطبيقات بيع المراجعة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي ، بحث مقدم إلى ندوة خطة إستراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية ، عمان ، ١٤٠٧ هـ.

مقدما على أساس محسوب تبعا للعمليات المنفذة والأرباح المستحقة في بيوع المراهبة القائمة ؛ وذلك باعتبار أن السهم في الشركة التابعة يمثل جزء شائعا في موجودات الشركة بكاملها.



المطلب السابع: صكوك الاستصناع

تعرف صكوك الاستصناع ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك"^(١).
فمصدر هذه الصكوك ، هو المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده ، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لاستخدام حصيلاتها في تصنيع هذه العين ، وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة العين و ثمن بيعها باعتباره ربحا لمالكي الصكوك. وتستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواز بتكلفة أقل والاستفادة من فرق بين الثمنين باعتباره ربحا لمالكي الصكوك ، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الاستصناع بعد قبضه ، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها^(٢).

ويمكن تسليم حصيلة الصكوك إلى الصانع دفعة واحدة أو أقساطا بحسب مراحل تصنيع السلعة وفق بيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة.



المطلب الثامن: صكوك المزارعة

تعرف صكوك المزارعة ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"^(٣).

فالمصدر لصكوك المزارعة هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة ، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق ، ويُعد المكتتبون في هذه الصكوك مزارعين لهذه الأرض بأموالهم ومن ذلك الشركات المتخصصة في زراعة الأراضي. وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة

^(١) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١١.

^(٢) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٦.

^(٣) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٢.

نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها ، وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع ومدة المزارعة. وتمثل هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل ، حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى بُدئ صلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة صكوك المزارعة ، لتكون عائدات هذه الصكوك الاستثمار^(١).



المطلب التاسع: صكوك المساقاة

تعرف صكوك المساقاة ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلاتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد"^(٢).

مصدر هذه الصكوك هم مالكو المزارع المزروعة بأشجار ذات أصول ثابتة: نخل وزيتون وعنب ، لاستخدام حصيلاتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالري وتهئية شبكات المياه والصرف والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية ، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه. ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقين. حيث تمول حصة الصكوك هذه الأنشطة ، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول. وتمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء الاستثمار واستخدام حصيلاتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية المزرعة والمدخلات الزراعية كالسماد والمبيدات ، وكذلك ما تنتجه المزرعة من محاصيل منذ ظهورها حتى جنيها^(٣).



(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٨.

(٢) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٢.

(٣) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٩.

المطلب العاشر: صكوك المغارسة

عرفت المعايير الشرعية صكوك المغارسة ، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس"^(١).

ومصدر هذه الصكوك هو مالك الأرض ، سواء أكان حكومة أو شركة أو فردا ، لاستخدام حصيلتها في تسوية الأرض وإعدادها لزراعة الأشجار ، وشراء الشتلات ثم غرس هذه الأرض بأشجار تدر ثمارا على أساس عقد المغارسة الشرعية واقتسام المساحات المغروسة بينه وبين المكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق. ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق. وتحدد نشرة إصدار الصكوك مساحة الأرض وأوصافها ونوعية التربة والأشجار المطلوب غرسها ، ومدة المغارسة والعوائد المتوقعة منها ، وطريقة تقسيم المساحات المزروعة أو حصيلة المزرعة من ثمار.

ويمثل صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة ، وهي أعيان تتمثل في معدات التسوية وآلات الحفر وشبكات الري والصرف والشتلات نفسها ، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره.

ومع أهمية الصكوك الاستثمارية الثلاثة الأخيرة ، فإن الحكومات لم تهتم كثيرا بإصدارها. وكما سبق أن رأينا أهمية صيغ التمويل الزراعية الثلاثة التي صدرت بها هذه الصكوك ، فإن هذه الصكوك تجسد تلك الأهمية وذلك الدور الإيجابي الذي يمكن أن تقوم به في الدول التي تتمتع بمساحات زراعية شاسعة ومياه عذبة متوفرة.

هذه هي أهم أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية. ويمكن للدول الإسلامية وغيرها إصدار هذه الصكوك لتمويل مشروعاتها الهادفة إلى تحقيق أرباح مادية وأرباح اجتماعية. وتتكون عملية الاستثمار في الصكوك من مرحلتين ، هما: مرحلة الإصدار ، ومرحلة التداول. ولا بد أن تخضع هاتان المرحلتان للضوابط الشرعية والفنية ، وهذا سيكون محل دراسة المبحث التالي.



^(١) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٢.

المبحث الثالث

إصدار الصكوك الاستثمارية والتداول

المطلب الأول: إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية

إن إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية يعني: طرحها للاكتتاب فيها وما يسبقها من عمليات تنظيمية وفنية ، وذلك بتوجيه مُصدر الصك الاستثماري ، الراغب في استثمار حصيلته وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامية ، أو وكيله ، إيجاباً إلى الجمهور أو إلى مكتتبين بأعيانهم ، يعرض عليهم فيه الدخول معه في عقد من عقود الاستثمار الإسلامية. ويكون قبولهم لهذا الإيجاب بالاكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمها ، وبهذا القبول يتم عقد الإصدار^(١).

وبدهي أننا عندما نتحدث - في هذه الدراسة - عن عملية إصدار صكوك ، فإن المقصود منها تلك القابلة للتداول وفق قوى العرض والطلب. أما الصكوك التي تطرح في أوقات الأزمات ، أو صكوك القرض التي تطرحها الحكومة بغية التحكم في العرض النقدي فلا نقصدها في هذه الدراسة.

فإذا كانت الصكوك المعنية هي القابلة للتداول لجني الأرباح ، فإن عملية إصدارها تعتبر على جانب كبير من الأهمية ، والحساسية من الناحيتين الشرعية والفنية ، نظراً للأطر الشرعية والفنية التي تحيط بهذه العملية.

فمن الناحية الفنية ، فإن إصدار الصكوك يحتاج إلى حسن الإخراج وبخاصة في عمليات الإصدار الأولى وما تكتونه لدى الناس من قناعات ، ويمكن أن تقوم بها البنوك المركزية نيابة عن وزارة المالية في حال إصدارها من قبل الحكومة. وقد تكون الشركة المساهمة قادرة على أن تقوم بأعمال تنظيم الإصدار باعتبار أن الشركة ذات العلاقة تكون أدري باحتياجاتها. كما يمكن أن تقوم البنوك الإسلامية بأعمال تنظيم الإصدار.

وتشتمل عملية إصدار الصكوك خطوات أولية يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو (ترتيب الإصدار). وهذه الخطوات ليست بالضرورة أن تحصل بتسلسل موحد ، فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل حسب الظروف ، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحياناً توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها ، وعادة ما تتم على النحو الآتي^(٢):

(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٩.

(٢) الشايجي: صكوك الاستثمار الشرعية ، ص: ٢٢ ، وما بعدها.

- **الخطوة الأولى:** إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى ، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب. وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

ومن المهم حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة على عملية إصدار الصكوك ، وهي إما من طرف المؤسسات المالية أو من طرف المستفيد من التمويل كالشركات المحتاجة للتمويل أو الأفراد.

وفي غالب الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة ، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بشتى الخبرات وعلى رأسها- بالنسبة للصكوك الاستثمارية الإسلامية - هيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من المخالفات الشرعية.

- **الخطوة الثانية:** تمثيل حملة الصكوك (المستثمرون). وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة.

- **الخطوة الثالثة:** طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

- **الخطوة الرابعة:** تسويق الصكوك : فيتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور ، أو ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون مؤسسة وساطة مالية ، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

- **الخطوة الخامسة:** التعهد بتغطية الاكتتاب: تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما يبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار ، حيث يلتزم بشراء ما لم يكتتب فيه ويبيعه تدريجياً أو يحتفظ به كلياً أو جزئياً ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين للصكوك من المستثمرين الرئيسيين كلياً أو جزئياً.

ويشترك في عملية إصدار صكوك الاستثمار الأطراف الآتية^(١):

❖ **مصدر الصك (جهة الإصدار):** هو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة استثمارية شرعية ، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية.

^(١) المرجع السابق ، ص: ٢٥.

- ❖ **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار و تقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل عمولة يحدده الاتفاق أو تتضمنها نشرة الإصدار.
- ❖ **مدير الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.
- ❖ **متعهد الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.
- ❖ **مدير الاستثمار:** وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقا لما تحدده نشرة الإصدار.
- ❖ **أمين الاستثمار:** وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات ، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.
- و عود على بدء ، فتحكم عملية إصدار الصكوك أطر شرعية ، ويمكن أن نتناول هذه الأطر على مستويين:

المستوى الأول: الأطر العامة لإصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

إن عقد إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، هو: العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الاستثمارية على أساسه ؛ لأن كل إصدار يجب أن يكون على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية ، وتترتب عليه أحكام وآثار هذه الصيغة. ويوجه الإيجاب إلى المكتتبين عن طريق نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الاستثمارية على أساسه.

ويسبق مرحلة إعلان الاكتتاب إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشروع أو النشاط الاستثماري المراد تمويله بحصيلة الاكتتاب على أن تنشر نتائج دراسات الجدوى في نشرة الإصدار تحت مسؤولية مصدر الصك. أما القبول فإنه يكون بالاكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها ليكون المكتتب بذلك خاضعا لجميع الشروط التي تمليها نشرة الإصدار ، سواء ما يتعلق بالتكاليف أو حدود مسؤوليات المكتتبين.

وأهم الأطر الشرعية العامة التي تحكم مصدر الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

- **الإطار الأول:** أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله ، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها من التصرفات المشروعة.

- الإطار الثاني: أن يكون إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية. وتترتب على هذه الصكوك - وفق الصيغة الاستثمارية المطروحة بها - كافة الآثار المترتبة على الصيغة الاستثمارية التي صدرت على أساسها الصكوك ، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب^(١).

- الإطار الثالث: إن عملية الإعلان عن الاكتتاب وطرح الصكوك يعتبر إيجاباً ، واكتتاب الجمهور قبولاً. إلا أن بعض الباحثين ذهبوا إلى أن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك من الجمهور ، وأن القبول يعتبر عنه بموافقة الجهة المصدرة ، وهو ما اختاره مجمع الفقه الإسلامي والمعايير الشرعية^(٢). وطرفا العقد هما: مصدر الصكوك الاستثمارية ، والمكتتبون^(٣). ويرجح الباحث أن يكون إصدار الصكوك هو الإيجاب والاكتتاب فيها من قبل الجمهور هو القبول ؛ لأن إصدار الصكوك الاستثمارية يعني موافقة المصدر مسبقاً ولا حاجة لموافقة أخرى ، على أن موافقة الجمهور يكون قبولاً للإيجاب الذي صدر من مصدر الصكوك. والأصل أن الجمهور يقبل لا أنه يوجب ؛ لأن الإيجاب يأتي من عارض الصفقة وهو مصدر الصكوك ، وتكون النشرة التي يصدرها بمثابة إعلام للجمهور ببند العقد. وبقراءة الجمهور لهذه النشرة والاكتتاب في الصكوك يكونون قد قبلوا العرض. وفي تبني هذا الاتجاه اختصار لخطوات الاكتتاب وتقليل للتكاليف المالية المترتبة على طول تسلسل إجراءات الاكتتاب في الصكوك.

- الإطار الرابع: يجوز لمؤسسة أن تتعهد بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك ، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم ، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.

- الإطار الخامس: يجوز أن تصدر الصكوك لأجل قصيرة ، أو متوسطة ، أو طويلة بالضوابط الشرعية. وقد تصدر دون تحديد أجل ، وذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر الصكوك وقفها وطبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك أيضاً.

- الإطار السادس: يجوز لمصدر الصكوك الاستثمارية أو حملة الصكوك تنظيم طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر ، أو التخفيف من تقلبات العائدات الموزعة كإنشاء صندوق إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك ، أو الاشتراك في تأمين إسلامي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. ولا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد. وهذه الدراسة معنية ببحث الآليات التي يمكن بها علاج هذه المخاطر.

(١) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٣.

(٢) المرجع السابق ، ص: ٣١٦. وانظر: حسان ، صكوك الاستثمار ، ص: ٣٤.

(٣) الشريف ، محمد عبد الغفار: الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك ، بحث مقدم إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي ، ٢٠٠٢ ، المنامة - مملكة البحرين ، ص: ٧.

- الإطار السابع: لما كانت نشرة إصدار الصكوك تمثل إيجاباً يوجهه مصدر الصكوك إلى المكتتبين ، ويمثل الاكتتاب في الصكوك قبولا من الجمهور ، يجب مراعاة ما يلي في نشرة الإصدار:

✳ أن تتضمن النشرة شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم ، وذلك مثل وكيل الإصدار ، ومدير الإصدار ، ومنظم الإصدار ، وأمين الاستثمار ، ومتعهد التغطية ، ووكيل الدفع وغيرهم ، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

✳ أن تتضمن تحديد الصيغة الذي تصدر الصكوك على أساسها ، كالإجارة ، أو المضاربة ، أو المشاركة ، أو المرابحة ، أو السلم ، أو المزارعة ...

✳ أن تكون الصيغة التي أصدر الصك على أساسها مستوفيا لأركانها ، وشروطها ، وألا يتضمن شروطا تنافي مقتضاها أو يخالف أحكامها.

✳ أن تنص على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ، وعلى وجود هيئة شرعية تصادق على آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.

✳ أن تنص على أن الغنم بالغرم ، وأن يتحمل كل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

✳ أن لا تشمل أي نص - صراحة أو ضمنا - يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمته الاسمية في غير حالات التعدي والتقصير ، ولا قدرا معيناً من الربح ، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل ، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه الضمانات العينية والشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه وتقصيره^(١).

هذه هي الأطر العامة التي يجب أن تحكم عملية إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية. وبالإضافة إلى الأطر العامة ، فإن كل نوع من أنواع الصكوك تحكمه ضوابط خاصة. هذا ما يدور الحديث حوله في الفقرة التالية.

المستوى الثاني: الأطر الخاصة التي تحكم إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

أولاً: إصدار صكوك المضاربة.

١. المصدر لهذه الصكوك هو المضارب ، والمكتتبون فيها هم أرباب المال ، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ، ويمثل حملة الصكوك موجودات

^(١) المعايير الشرعية ، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: ٣١٧ - ٣١٨.

المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال ، ويتحملون الخسارة إن وقعت^(١).

٢. تمثل صكوك المضاربة حصصة شائعة في صافي أصول الوعاء الاستثماري ، وهذه الأصول تتكون من نقود وأعيان ومنافع وديون ، فيجوز تداولها بعد قفل باب الاكتتاب وتوظيف حصيلة الصكوك وحتى تاريخ إعلان التصفية على هذا الأساس ، طالما كان مع الديون والنقود أعيان ومنافع ؛ لأن وجود الديون والنقود طارئ متغير اقتضته طبيعة الاستثمار في بعض مراحل^(٢).

ثانياً: إصدار صكوك الإجارة بأنواعها.

١) صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

١. المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها ، والمكتتبون فيها مشتررون لها ، وحصيلة الاكتتاب هو ثمن الشراء ، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغرمتها ، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم^(٣).

٢. صكوك الأعيان المؤجرة تصدر لأجل قصيرة أو طويلة أو متوسطة وقد تصدر دون تحديد أجل على أن تحدد نشرة الإصدار: طريقة تصفية الصكوك (دفعة واحدة في نهاية مدة الإجارة أو على دفعات أثناء هذه المدة) ، ومدة الإجارة ومقدار الأجرة وطريقة الدفع ، ونوع الإجارة (تشغيلية أو تمويلية). وتفصيل ذلك:

أ. صكوك الأصول المؤجرة من نوع الإجارة التشغيلية تصدر عادة لأجل تناسب عمر الأصل الاقتصادي ، فإذا انتهى عقد الإجارة ، فإن مدير الإصدار يقوم بتأجيرها مرة ثانية ، ثم يبيع الأصل في نهاية الأجل المحدد فيه ويوزع على حملة الصكوك.

ب. وصكوك الأصول المؤجرة من نوع الإجارة التمويلية المنتهية بالتمليك تتحدد أجالها بمدة الإجارة. وفي هذا النوع تنتهي الإجارة بتمليك الأصل للمستأجر على دفعات أو في نهاية مدة الإجارة ، وتوزع الأجرة على

^(١) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٥.

^(٢) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٥٠.

^(٣) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٣.

حملة الصكوك في تاريخ استحقاقها في نهاية المشروع أو حسبما تحدده النشرة^(*).

٣. تمثل صكوك الأصول المؤجرة حصة شائعة في ملكية الأصل المؤجر. فيجوز تداولها منذ لحظة إصدارها وحتى نهاية مدتها ، كما أنه يجوز استردادها من مصدرها قبل حلول أجلها.

٢) صكوك ملكية المنافع^(١):

١. المصدر لهذه الصكوك هو البائع لمنفعة العين الموجودة ، والمكتتبون فيها مشتركون لها ، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة ، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

٢. ويتحدد أجل الصكوك بمدة الإجارة الأصلية ؛ ذلك أن العين المؤجرة لا يجوز إعادة تأجيرها لمدة تزيد عن مدة الإجارة الأولى.

٣) صكوك الخدمات:

١. المصدر لصكوك الخدمات هو البائع للخدمة ، والمكتتبون فيها مشتركون لها ، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة. وتترتب آثار صيغة إجارة الخدمات على هذه الصكوك بمجرد قفل باب الاكتتاب وتخصيصها فيما أصدر له^(٢).

٢. لا مانع وفق القواعد المالية الإسلامية من بيع (إعادة تأجير) خدمات الإنسان التي ملكها البائع (المؤجر) بعقد إجارة خدمات أعلى ، ولا فرق في ذلك بين منافع

(*) وقد بحث مجمع الفقه الإسلامي صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك في دورته الخامسة المنعقدة بالكويت من ١ - ٦ جمادى الأولى ١٤٠٩ هـ ، الموافق: ١٠ - ١٥ ديسمبر ١٩٨٨ ، وصدر القرار رقم: (٦) ١٩٨٨/٩/٥ ، ونصه: "بعد اطلاعه على البحوث المقدمة من الأعضاء والخبراء في موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك واستماعه للمناقشات التي دارت حوله. واطلاعه على قرار المجمع في الدورة الثالثة بشأن الإجابة عن استفسارات البنك الإسلامي للتنمية رقم: (١) فقرة (ب) بخصوص عمليات الإيجار. قرر:

- أولاً: الأولى الاكتفاء عن صور الإيجار المنتهي بالتمليك ببدائل أخرى ، منها البدلان التاليان:

١) البيع بالأقساط مع الحصول على الضمانات الكافية.

٢) عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال المدة في واحد من الأمور التالية:

✱ مدة الإجارة.

✱ إنهاء عقد الإجارة ورد العين المأجورة إلى صاحبها

✱ شراء العين المأجورة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة.

- ثانياً: هناك صور مختلفة للإيجار المنتهي بالتمليك تقرر تأجيل النظر فيها إلى دورة قادمة بعد تقديم نماذج

لعقودها وبيان ما يحيط بها من ملابسات وقبورها بالتعاون مع المصارف الإسلامية بدارستها وإصدار القرار بشأنها. والله أعلم". مجلة المجمع ، د: ٨ ، ع: ٨ ، ج: ٢ ، ص: ٤٣٠. (وبرى الباحث - بتواضع شديد - أنه يمكن القول بجواز الإجارة المنتهية بالتمليك في حال اتفاق المتعاقدين على دفع المستأجر ثمن الأصل المؤجرة بالإضافة إلى الأقساط الإيجارية التي يدفعها بشكل دوري، فيجتمع بيع بتقسيط مع إجارة). والله أعلم.

(١) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٤.

(٢) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٤.

الأعيان ومنافع الإنسان ، ولا بين الإجارة الواردة على الأعيان والإجارة الواردة على عمل الإنسان في هذا الخصوص.

٣. يجب أن تتوفر في صكوك بيع الخدمات جميع شروط عقد الإجارة الواردة على عمل الإنسان من حيث تحديد نوع العمل ، ومدته ، ومقدار الأجرة وطريقة دفعها.

٤. بحكم أن صكوك الخدمات تمثل خدمات في ذمة المؤجر ، ولا تمثل ديونا نقدية ، فإنه يجوز تداول هذه الصكوك قبل إعادة تأجير هذه الخدمات ، على اعتبار أن المنافع أموال يجوز التصرف فيها قبل قبض المحل الذي تستوفي منه ؛ لأن المنافع في جميع الأحوال لا تستوفي قبض المحل الذي تستوفي منه دفعة واحدة عند القبض ، وإنما يتم قبضها بمرور الزمن. فضمان المنافع لا يكون بقبضها ولا بقبض العين التي تستوفي منها ، فلم يكن القبض شرطاً في جواز التصرف. فإذا قام وكيل حملة الصكوك بإعادة تأجير هذه الخدمات خضع تداول هذه الصكوك لضوابط التصرف في الديون ؛ لأنها تمثل حصة شائعة في دين الأجرة ، ولم تعد تمثل حصة في منفعة ؛ لأن هذه قد بيعت وخرجت من ملك حملة الصكوك.

٥. يستحق حملة الصكوك الأجرة في الإجارة الثانية ويتمثل ربح حملة الصكوك في الفرق بين الأجرتين^(١).

٦. وتحدد مدة إعادة الإجارة في كل أنواع صكوك الإجارة السابقة بحسب مدة الإجارة الأولى.

ثالثاً: إصدار صكوك المشاركة.

١. المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد ، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة ، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة ، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرماً^(٢).

٢. وتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة ، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك ، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهماتهم^(٣).

^(١) حسان: صكوك الاستثمار، ص: ٤١.

^(٢) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٥.

^(٣) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٥٣.

رابعا: إصدار صكوك السلم.

المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم ، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة ، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها ، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجدت.

خامسا: إصدار صكوك المراجعة.

١. المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة ، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة ، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ، ويستحقون ثمن بيعها^(١).

٢. الهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة ، كالمعدات والأجهزة. فتقوم المؤسسة المالية الوسيطة بتوقيعه مع المشتري مراجعة بصفتها مدير إصدار - نيابة عن حملة الصكوك. وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة. وتصدر هذه الصكوك عادة لشراء سلع إستراتيجية كالغذاء والبتروول ، كما تصدر لشراء سفن وطائرات وإنشاء محطات توليد طاقة مما لا ترغب المؤسسة المالية في تمويله من مواردها العادية.

٣. تصدر هذه الصكوك عادة لأجل متوسطة وقصيرة ، وهي المدة اللازمة لشراء بضاعة المراجعة من حصيلة الاكتتاب في صكوك المراجعة ، وتوقيع عقد البيع بالمراجعة مع الواعد بشرائها ، ثم المدة اللازمة لتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

٤. تكون بضاعة المراجعة في ملك وحيازة مدير الإصدار ، بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مراجعة. فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة ، ثم يمثل حصة في ثمنها ، وهو دين نقدي في ذمة المشتري مراجعة بعد قبض المشتري للبضاعة وحتى تاريخ سداده للثمن وتصفية المعاملة وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة لها ، ويجوز توزيع أقساط المراجعة على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها.

^(١) المعايير الشرعية ، ص: ٢١٤ - ٢١٥.

٥. يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقدا و ثمن بيعها للمشتري مراجعة على أقساط مؤجلة.

٦. تعتبر هذه الصكوك قابلة للتداول في الجملة بعد قفل باب الاكتتاب واستخدام حصيلة الصكوك في شراء العين الموعود بشرائها وقبضها وحتى لحظة تسليمها لمشتريها مراجعة ، حيث تخضع الصكوك بعد التسليم لضوابط التصرف في الديون^(١).

سادسا: إصدار صكوك الاستصناع.

١. المصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها ، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع ، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد^(٢).

٢. تتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المباعة استصناعا وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

٣. يستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنوعة. ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي ، و ثمن الاستصناع^(٣).

سابعا: إصدار الصكوك الزراعية.

١. المصدر لهذه الصكوك يكون أحد جهتين:

أ. صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) ، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم) ، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وتترتب آثار صيغة المزارعة على الصكوك الصادرة لتمويل المشروع الزراعي.

ب. المزارع أو المساقى أو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض^(٤). ومثل ذلك: أن تقدم شركة زراعية المدخلات اللازمة من بذور وعمالة مدربة ، وتطلب

^(١) المرجع السابق ، ص: ٤٧.

^(٢) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٤.

^(٣) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٤٤.

^(٤) المعايير الشرعية ، ص: ٣١٥.

من المكتتبين شراء ما تصدره من صكوك لتمويل شراء مساحات كبيرة من الأراضي أو استصلاحها وتخصيصها ، فإذا تم قبول هذا الإيجاب واكتتب الناس في هذه الصكوك انعقدت مزارعة بين مصدر الصك - بصفته مزارعا بماله - وبين جماعة المكتتبين فيه - بصفتهم ملاك الأرض التي اشترت بأموالهم - ، وتترتب عليها جميع أحكام عقد المزارعة من توزيع الناتج من الزرع بين مالك الأرض والمزارع. وتقوم مؤسسة مالية بتنظيم إصدار هذه الصكوك نيابة عن مصدرها ، كما يجوز أن يكون مدير إصدار يتولى إدارة هذه العملية من بدايتها إلى نهايتها لقاء أجره تحددها نشرة الإصدار.

٢. تختلف هذه الصكوك عن الصكوك التي تصدر لتمويل مشروع زراعي معين ، فإن مصدر الصك في هذه الحالة يعد مضاربا أو وكيل استثمار ، وهو يستخدم حصيلة الصكوك في هذه الحالة في تمويل المشروع الزراعي المعين من شراء الأرض وزراعتها والصرف على مخلات الزراعة من آلات وبذور وسماد ودفع أجور العمال المزارعين ، فهذا عقد مضاربة في مشروع معين توزع فيه أرباح النشاط حسب اتفاق العاقدين ، ويمكن أن يطلق على الصك في هذه الحالة صك المضاربة الزراعية ، أي المضاربة التي مجالها الزراعة^(١).

وبإصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية وفق الضوابط السابقة ، فإنها تكون جاهزة للتداول ، والتداول هو الآخر ليس خلوا من ضوابط شرعية وفنية. وهذا ما سيدور الحديث حوله في المطلب القادم إن شاء الله.



^(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٥٤.

لتصبح ديونا- كما في حالة بيع المراهبة مثلا - حيث يصبح الثمن ديناً في ذمة المشتريين ، فإن القيد يعود كما كان بالنسبة للنقود باعتبار أن الديون النقدية هي نقود في المال.

وإذا كانت موجودات المشروع أعياناً ومنافع ونقوداً وديونا وكان الغالب فيها الأعيان والمنافع فيجوز تداول تلك الصكوك بسعر السوق الذي يحدده قانون العرض والطلب.

- الإطار الثالث: في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك ، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك ، بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق ، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

- الإطار الرابع: يجوز تداول الصكوك بأية طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف القواعد المالية الإسلامية ، مثل: القيد في السجلات ، أو الوسائل الالكترونية ، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

المستوى الثاني: الأطر الخاصة لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

أولاً: تداول صكوك المضاربة^(١).

١. يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك واستثمار حصيلتها وحتى تاريخ التصفية. ولا يمنع جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع اقتضتها طبيعة الاستثمار في مراحله المختلفة وإن زادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع ، ذلك أن الديون والنقود غير مقصودة في التصرف بالأصالة ، وإن كانت داخلة في محل التصرف بالتبعية.

٢. وتراعى ضوابط عقد الصرف في تداول الصكوك قبل توظيف حصيلة الصكوك ، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في الذمة.

ثانياً: تداول صكوك الإجارة وأنواعها^(٢).

١. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

٢. يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق ، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

^(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٦٢.

^(٢) المرجع السابق، ص: ٣١٩.

٣. يجوز تداول صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان ، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة ، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني ، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
٤. يجوز لمصدر الصك أن يسترد صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يترضى عليه العاقدان حين الاسترداد ، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.
٥. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات ، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة ، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
٦. يجوز إجراء إجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك وفق الضوابط السابقة.

ثالثاً: تداول صكوك المشاركة^(١).

١. يجوز تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك واستثمار رأس مال المشاركة فيما أصدرت من أجله وحتى نهاية أجل الصكوك وتصفية المشاركة ، طالما اشتملت موجوداتها على أعيان ومنافع مع الديون والنقود - وإن قلّت المنافع والأعيان - على أساس أن الديون والنقود غير مقصودة في التصرف بالأصالة ، وإن دخلت في محل التصرف تبعاً ، وأن وجودها اقتضته ضرورة الاستثمار في بعض مراحل المشروع ، وصعوبة تطبيق ضابط الغلبة ؛ لأن العلاقة بين الأصول والمنافع من جهة ، والنقود والديون من جهة أخرى غير ثابتة بل تتغير في كل لحظة.
٢. تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة الصكوك وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي تتخلف عنها ديون في ذمة الغير.

رابعاً: تداول صكوك السلم.

اختلفت أقوال الباحثين في جواز تداول صكوك السلم تبعاً لخلاف الفقهاء في حكم بيع المسلم فيه قبل قبضه على قولين:

^(١) نفس المرجع السابق.

القول الأول: يرى جمهور الفقهاء (الأحناف والشافعية والحنابلة والزيدية) أنه لا يجوز بيع المسلم فيه قبل قبضه مطلقاً^(١).

واستدل الجمهور بأدلة من النقل والعقل. أما من النقل ، فحديث حكيم بن حزام ، قال: "قلت: يا رسول الله (إني رجل ابتاع هذه البيوع وأبيعها ، فما يحل لي منها وما يحرم؟ قال: (يا ابن أخي لا تبيعن شيئاً حتى تقبضه)"^(٢).

أما من المعقول: فإن السلم فيه ثابت في ذمة المسلم إليه (البائع) ودخل في ضمانه ، ولا يدخل في ضمان المسلم إلا بعد استيفائه ، فلا يجوز له بيعه قبل الاستيفاء لنهي النبي ﷺ عن ربح ما لم يضمن^(٣).

القول الثاني: يرى المالكية أنه لا يجوز بيع المسلم فيه قبل استيفائه إن كان طعاماً ، أما إن كان غيره فلا خلاف في مذهب مالك على جوازه^(٤).

واستدل المالكية على منع بيع الطعام قبل قبضه بما رواه الإمام مالك عن نافع عن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما: أن رسول الله ﷺ ، قال: (من ابتاع طعاماً فلا يبعه قبل أن يقبضه)^(٥).

وقد رأى عمر كامل: ترجيح جواز تداول صكوك السلم تأسيساً على المذهب المالكي الذي يجيز التصرف في سلعة السلم قبل تسلمها وذلك بشروط العقد من انتفاء جهالة السلعة وجهالة المواعيد والثلث ؛ وذلك لحاجة الناس إلى التيسير في المعاملات في هذا العصر^(٦).

والناظر إلى أدلة الفريقين يجد أن حجج الجمهور أقوى ؛ لأن حديث حكيم بن حزام عام يدخل فيه الطعام. وأن المسلم فيه لا يدخل في ضمان المسلم (المشتري) قبل قبضه سواء أكان طعاماً أم غيره ، وعليه فلا يجوز بيعه قبل قبضه مطلقاً.

وقد رجحت المعايير الشرعية^(٧) عدم جواز تداول صكوك السلم عملاً بقول الجمهور. كما قرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره ذي الرقم: (٧/١/٦٤) في دورته

(١) القضاة ، زكريا محمد الفالح ، السلم والمضاربة من عوامل التيسير في الشريعة الإسلامية ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٩٨٤م ، ص: ١٣٢.

(٢) المزني ، يوسف بن الزكي عبد الرحمن أبو الحاج: تهذيب الكمال ، تحقيق: بشار عواد معروف ، مؤسسة الرسالة ، بيروت - لبنان ، ط: ١ ، ١٤٠٠هـ / ١٩٨٠م ، ج: ١٥ ، ص: ٣١٠.

(٣) القضاة: السلم والمضاربة من عوامل التيسير في الشريعة الإسلامية ، ص: ١٣٣.

(٤) ابن رشد الحفيد ، أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد: بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، دط، دت ، ج: ٢ ، ص: ١٥٥.

(٥) أصبحي ، مالك بن أنس: الموطأ ، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي ، دار إحياء التراث العربي ، مصر ، دط ، دت ، ج: ٢ ، ص: ٦٤٠.

(٦) كامل ، عمر عبد الله: القواعد الفقهية الكبرى وأثرها في المعاملات المالية ، دار المكتبي ، دم ، دط ، ج: ٢ ، ص: ٣٣٦. يتصرف.

(٧) المعايير الشرعية ، ص: ٣٢٠.

السابعة عدم جواز تداول صكوك السلم في ما نصه: "لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها"^(١). أما من قال بقول المالكية فإنه يجيز تداول صكوك السلم بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وتوقيع عقد السلم مع البائع وتسليمه الثمن من حصيلة الاكتتاب في الصكوك وحتى بيع بضاعة السلم بعد قبضها ، أو تسليمها للمشتري بعقد سلم مواز وإعلان تصفية المشروع.

خامساً: تداول صكوك المراجعة^(٢).

١. يجوز تداول صكوك المراجعة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ، ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

٢. تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك ، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في ذمة الغير.

٣. ولا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري ؛ لأنها تمثل ديناً عندئذ^(٣).

سادساً: تداول صكوك الاستصناع.

يجوز تداول صكوك الاستصناع التي يصدرها المستصنع لتمويل تصنيع الأصل المبيع استصناعاً بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك واستخدام حصيلاتها في عملية التصنيع وخلال مراحله وحتى تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع على أساس أن هذه الصكوك تمثل موجودات مملوكة لحملة الصكوك أثناء فترة تصنيع الأصل ، ويمثل الأصل المصنع بعد تصنيعه وقبل تسليمه للمستصنع. أما بعد تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع في مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ، فإن تداول هذه الصكوك يخضع لضوابط التصرف في الديون ، ويجوز تداول صكوك الاستصناع دون قيود إذا كانت الصكوك تمثل حصة شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط خاص يقوم بعمليات استصناع متتابعة اختلطت فيها أصول عينية ومنافع بنقود

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، د: ٨ ، ع: ٨ ، ج: ٢ ، ص: ٤٩٧.

(٢) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٦١.

(٣) المعايير الشرعية ، ص: ٣٢٠.

وديون وإن قللت الأعيان والمنافع على أساس أن النقود والديون تابعة وغير مقصودة في التصرف بالأصالة^(١).

سابعاً: تداول الصكوك الزراعية.

ويجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الحصيلة للصرف على المشروع إذ تختلط النقود بعد بدء النشاط مع الزرع والشجر والشتلات والأرض فتصير شيئاً واحداً ؛ لأن الشركة تقتضي الاختلاط إعمالاً للقصد والنية ، والحكم للأغلب^(٢).



^(١) حسان: صكوك الاستثمار ، ص: ٦١.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ٥٧.

المطلب الثالث: إطفاء الصكوك الاستثمارية الإسلامية

إطفاء الصكوك هو: انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتسجيلها وتحولها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير الذي تملك السند بدفع قيمته إلى الحامل السابق له ، على أن إطفاء الصكوك قد يكون كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار ، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار. ومن صور الإطفاء: إذا كان للإصدار مدة محددة فإنه بانتهائها تتم تصفية الموجودات التي تمثلها الصكوك إما حقيقة ببيعها لطرف خارجي أو حكماً بالتقويم (التنضيض الحكمي) وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع أيضاً. وقد يتم التملك لتلك الموجودات بالهبة أو بئس رمزي ، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك^(١).

بعد أن حصل لدينا تصور واضح عن الصكوك الاستثمارية الإسلامية بدأ بتعريفها ، وأنواعها تبعاً للصيغ التي تصدر على أساسها ، وتوضيح آليات إصدارها وتداولها ، يجدر بنا معرفة التجارب العملية لإصدار الصكوك والنجاحات التي حققتها استناداً إلى بعض الأرقام والحقائق. على الصعيد المحلي والإقليمي والدولي.



^(١) الشايحي: صكوك الاستثمار الشرعي ، ص: ٢٩.

إِفْصِيكَ الثَّانِي

مخاطر الصكوك الاستثمارية ومصادرها

المبحث الأول: مفهوم مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأبعادها وقياسها

المبحث الثاني: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

المبحث الثالث: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالتصكيك

المبحث الرابع: مخاطر الائتمان

المبحث الخامس: مخاطر السوق وسعر الصرف

المبحث السادس: مخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء

الأخلاق

المبحث السابع: المخاطر غير المنتظمة

المطلب الأول: المخاطر السياسية

المطلب الثاني: مخاطر البيئة

المطلب الثالث: المخاطر الرقمية

المطلب الرابع: مخاطر الأصول الاستثمارية



المبحث الأول مفهوم مخاطر الصكوك الاستثمارية وأبعادها ونطاقها

يعود مفهوم الاستثمار في الاقتصاد إلى الأنشطة المتعلقة بشراء أصول الإنتاج والخدمات بهدف زيادة الثروات بدافع الربح^(١).

فالاستثمار إذاً هو الزيادة في الموجودات العينية أو السلع التي تستعمل في إنتاج سلع وخدمات أخرى. وهذه الموجودات تستعمل في إنتاج سلع وخدمات أخرى، وهو ما يعرف في الاقتصاد برأس المال. وعليه فالاستثمار هو الزيادة في رأس المال، ويشمل الزيادة في المباني والآلات والتجهيزات. ويفرق الاقتصاديون بين الاستثمار الإجمالي والاستثمار الصافي بحيث يكون الفارق بينهما هو المقدار التعويضي الذي يمثل ما يقابل ما هلك من رأس المال. فالاستثمار الصافي هو زيادة الكمية الصافية في رأس المال بعد تعويض ما هلك منه^(٢)، هذا هو الاستثمار في المفهوم الاقتصادي.

أما الاستثمار في المفهوم المالي، فلا يختلف في جوهره عن مفهومه في الاقتصاد، إلا أن الماليين يضيفون إلى ذلك نوعاً جديداً من استعمال الأموال نشأ مع ظهور وتطور الأسواق المالية، وهو الاستثمار في قطاع الصكوك الاستثمارية (الأوراق المالية). فالاستثمار في الصكوك هو استعمال للمال في شراء صكوك تمثل ملكية عين، وتدر دخلاً، قد يكون ثابتاً نسبياً كصكوك الإجارة، وقد يكون متغيراً كصكوك المشاركة^(٣).

والمستثمر في كلا المفهومين للاستثمار، إنما يقصد من العملية الاستثمارية تعظيم الأرباح وتحقيق مكاسب عالية. وفي سبيل سعيه لتحقيق معدلات عالية من الأرباح من خلال العملية الاستثمارية، فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل الخسارة بنفس المستوى أو ما يقاربه. فالعلاقة - إذن - بين العائد المخاطر علاقة طردية. والقرار الصائب في العملية الاستثمارية يتمثل في الموازنة بين عنصرَي العائد والخسارة المتوقعين. وهذا يعني أن العائد والمخاطر المتوقعين هما المتغيران الأساسيان للقرار الاستثماري، إذ إن المستثمر يتخذ قراره بالاستثمار في مشروع

(١) خريوش، حسني علي وأرشيد، عبد المعطي رضا: الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان - المملكة الأردنية الهاشمية، د.ط، ١٩٩٩م، ص: ٢٩.

(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، د: ٩، ع: ٩، ١٤١٧هـ/ ١٩٩٦م، ج: ٢، ص: ١٣.

(٣) المرجع السابق، ص: ١٤.

معين حينما تكون العائدات المتوقعة أكثر من المخاطر المحتملة ، ويحجم عنه حينما تكون نسبة المخاطر أعلى من العائدات ، وهذا بدهي.

ومصطلح المخاطر ليس مصطلحا جديدا في الاستخدام ، وإنما جديد من حيث أخذه الحيز الواسع في القرارات الاقتصادية. فمنذ بداية الأزمة العالمية الكبرى في (١٩٣٢) باتت المخاطر محور القرارات الاستثمارية والدراسات الاقتصادية. وقد ازدادت أهميتها في الفترة الراهنة للتقلبات الشديدة التي تطرأ على أسواق^(١).

ومع أهمية المخاطر في قرارات الاستثمار - باعتباره أحد متغيري القرار الاستثماري - ، إلا أننا نجد اختلافات واسعة في تعريفها. ففي الوقت الذي يعرف البعض المخاطر بعدم التأكد في عائدات الاستثمار^(٢) ، يرفض آخرون فكرة خلط المخاطر بعدم التأكد^(٣). ولا تهم دارستنا هذه الاختلافات بقدر ما يهمها أن المخاطر ، هي: "التقلبات المنتظمة وغير المنتظمة التي تحدث في قيم الأصول الاستثمارية وعائداتها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستويين: المحلي والدولي"^(٤). فنجد أن عدم التأكد هو عامل أساسي في المخاطر ؛ لأن المستثمر إذا تأكد من نتيجة الاستثمار مسبقا (سلبا أو إيجابا) لم يكن ما يواجهه خطرا - وإن كان سلبا - ؛ لأنه - عندئذ - سيتخذ التدابير اللازمة للوقاية منها أو يخفف من آثارها.

أما المخاطر في لغة الفقهاء. فإننا نجده مستخدما في الفقه الإسلامي ، إلا أن مدلوله يختلف عن المدلول الاقتصادي. حيث إن المخاطر في الاقتصاد تتعلق بظروف اقتصادية وأحداث سياسية وعوامل بيئية تؤدي إلى تذبذب العائدات على الاستثمار يشوبها عدم تأكد ، فهي إذا متصلة بالظروف المحيطة بالعلاقة التعاقدية لا بطبيعة الاستثمارات.

وتجدر الإشارة في هذا الموضع إلى أن طرح الاستثمار الإسلامي على أنه أكثر عرضة للمخاطر من الاستثمار التقليدي لقيامه على أسلوب المشاركة ، يحتاج إلى وقفة. وما يمكن قوله في هذا الصدد: أن الاستثمار التقليدي من حيث المخاطر يمكن تقسيمه إلى شقين: استثمار في السندات والأسهم الممتازة، واستثمار في الأسهم العادية.

- فالاستثمار في السندات والأسهم الممتازة: يحتوي مخاطر ؛ لأن المشروع الممول بهذا النوع من الأوراق المالية معرض للمخاطر كغيره من الاستثمارات مما يسبب خسارة حتى في

^(١) معروف ، هوشيار: الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان - المملكة الأردنية الهاشمية ، ط: ١ ، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٣م ، ص: ٢٥٣. يتصرف

^(٢) المومني ، غازي فلاح: إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٤٢٢هـ / ٢٠٠٢م ، ص: ٧٨.

^(٣) هندي ، منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف الإسكندرية ، الإسكندرية - جمهور مصر العربية ، د: ١٩٩٩ ، ص: ٢٥٠. وما بعدها.

^(٤) هوشيار: الاستثمارات والأسواق المالية ، ص: ٢٥٣.

موجودات المشروع ، ولكن الذي يتحمل مخاطر هذا المشروع هو مصدر الأوراق المالية. أما حامل الورقة فلا يتحمل أي نوع من المخاطر بل يحصل على نسبة معينة من الفوائد وإن خسر مصدر الورقة. إذا فالاستثمار خالي من المخاطر فقط بالنسبة لحامل الورقة المالية. أما في الاستثمار الإسلامي فلا نجد أي صك من هذا القبيل. فالصك الاستثماري الذي يحصل على عائدات لابد أن يتحمل أيضا الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها المشروع. وإذا ضُمن الصك فلا يستحق عائدا كصكوك القرض الحسن التي تصدرها المؤسسات المالية الخيرية أو الحكومات في أوقات الأزمات أو للتحكم بالعرض النقدي ، فإنها مضمونة ؛ لذا لا تستحق أي عائد. أما الصكوك الاستثمارية ، فإن مصدرها لا يضمنها - كما سبق - إلا إذا كان متعديا. ونتيجة لهذا استحق حامل الصك الربح.

إن تحميل طرف واحد المخاطر - كما سبق - أمر غير مقبول في القواعد المالية الإسلامية ؛ لأنه لا عدالة في مشروع يخسر فيه مصدر الورقة ويحصل حامل الورقة المالية على القيمة الاسمية لورقته بالإضافة إلى الفوائد المحددة. فالقواعد المالية الإسلامية لا تقبل تحميل طرف واحد مسؤولية المخاطر مع أنهما شركاء في حال الربح ، وإنما يقوم على مبدأ توزيع المخاطر ليتحملها الطرفان بنفس المستوى مما يقلل من وقعه ، ولا تخفى الآثار الإيجابية لهذا الاتجاه سواء أكان من الناحية الاقتصادية أو الاجتماعية.

- أما الاستثمار في الأسهم العادية: فإن المشاريع الممولة بها تتعرض لمخاطر استثمارية تماما كتلك الممولة بالسندات والأسهم الممتازة ، ولكن المخاطر في هذا الصنف من الاستثمار تكون موزعة على الطرفين مما يقلل من تأثيرها. وهذا هو المبدأ الذي يتفق مع القواعد المالية الإسلامية. والضوابط الشرعية التي تحكم الاستثمار الإسلامي ، تعتبر ضوابط إيجابية على الاستثمار ؛ لأن العائد في القواعد المالية الإسلامية عائدان: عائد مادي متمثل في الأرباح المتوقعة من المشروع ، وعائد اجتماعي ممثل في المكاسب الاجتماعية ، ويجب مراعاة العائدين في القرار الاستثمار ، فهي إذا ضوابط تنظيمية إيجابية أكثر من كونها قيودا سلبية على العملية الاستثمارية.

وإذا تساوى الاستثماران: الإسلامي والتقليدي من حيث التعرض للمخاطر ، فإن الاستثمار الإسلامي يتفوق على التقليدي في توزيع المخاطر على كافة الأطراف حتى لا يتحملها طرف واحد ، وهذا تطبيق لمبادئ السامية من حيث التعاون والتكاتف. صحيح أن الاستثمار في الإسلام ليس استثمارا تبرعيا ، ولكنه بالمقابل ليس استثمارا استغلاليا يتجاهل المبادئ والقيم.

ولكن ربط الاستثمار الإسلامي بالمخاطر على أنهما متلازمان لا يمكن توقيها أو التخفيف منها. أمر لا يقبل على إطلاقه. وما يمكن قوله والتأكيد عليه ، أنه لا يوجد استثمار إسلامي خال من مخاطر ، تماما كالاستثمار التقليدي.

والقواعد المالية الإسلامية مع ربطها بالاستثمار بالمخاطر - كما اتضح من خلال الحديثين السابقين والقواعد الفقهية السالفة الذكر - ، ولكنها لا تمنع من اتخاذ تدابير وقائية ، أو استخدام وسائل مشروعة للتخفيف من آثار هذه المخاطر مع تحمل الطرفين بعدالة هذه المخاطر إن وقعت. ومن هذا المنطلق كان عدم جواز ضمان المصدر للصكوك شيئا من رأس مال المشروع. وإلا فالاستثمار الإسلامي يطمح إلى تعظيم الأرباح تماما كالاستثمار التقليدي.

ويمكن القول في هذا الصدد أن سبب حرمة ضمان المضارب لرأس مال المضاربة ، وإقرار تحمل رب المال الخسارة المالية والمضارب الخسارة المعنوية (خسارة جهده) إنما لمناقبه العادلة الشرعية في وجوب تحمل الطرفين معا الخسارة ، فيخسر صاحب المال ماله ، والمضارب جهده. والحق أن الخسارة المالية أشد واقعا على نفس الإنسان من الخسارة المعنوية ، يعني أن خسارة رب المال أشد من خسارة المضارب. إلا أن هذا لا يكون مسوغا لتحمل المضارب خسارة رأس المال وخسارة جهده ، ليكون بذلك تحمل خسارتين وهنا تنتفي العدالة. وعليه فلا مانع وفق العدالة الشرعية أن يضمن طرف ثالث رأس المال ؛ لأن الظلم منتف في هذه الحالة. والله أعلم.

إن الاستثمار في عالم الصكوك الاستثمارية محاط بالغموض وسرعة التقلب لأدنى الأسباب. ألا ترى أن مؤشرات الأسواق المالية ترتفع أو تنخفض لأسباب يظن من لا يعمل في مجالها أنها تافهة؟ ولكنها تؤدي إلى تحقيق مكاسب عالية أو خسائر فادحة. فيمكن أن ينخفض مؤشر استثمار ما لإشاعة اقتصادية أو سياسية أو حتى لتقلب جو أو توقع بطقس. وهذه العوامل كلها تجعل من الصعوبة بمكان تحديد مصادر مخاطر الصكوك ، وتعلية على ذلك ، فإن الصعوبة تطال تحديد مفهوم دقيق لمخاطر الصكوك الاستثمارية يضم كافة مصادر المخاطر تحت مظلة واحدة. فهناك مخاطر تتعلق بالسوق - مثلا - ، وهناك مخاطر سببها الأحوال الجوية ، وأخرى بسبب أحداث سياسية.

ومعلوم أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل نشاط استثماري معين وفق أحد صيغ التمويل الإسلامية. لذا ، فإن هذه الصكوك تمثل أصولا مالية ضمن مشروع استثماري. وهذه الأصول يمكن أن تكون: أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليط من ذلك كله. ولأن هذه الأصول المالية على شكل موجودات نشاط استثماري معين ، فإنها معرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها المشاريع الاستثمارية. كما أنه من المعلوم - أيضا - أن هذه الأصول المالية حولت إلى صكوك استثمارية على أساس صيغ التمويل الإسلامية ، وكل صيغة من هذه الصيغ تحمل في طياتها أنواعا من المخاطر تشترك تارة مع مخاطر الاستثمار بشكل عام وتفترق تارة أخرى. وتبعاً لهذا ، فإن مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية تكون على مستويين ، هما:

المستوى الأول: مخاطر الاستثمار الإسلامي

وهي المخاطر التي تتعرض لها صيغ التمويل الإسلامية ، وتتمثل في مخالفة المعايير الشرعية في النشاط الاستثمار ومخالفة طبيعة صيغ التمويل التي تصدر على أساسها الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

ـ المستوى الثاني: مخاطر الاستثمار.

هي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بمختلف أنواعها. وهذه المخاطر متعددة تختلف الاقتصاديون في تصنيفها وتقسيمها. ولكن التقسيم الذي يختاره الباحث ، هو تقسيم أغلب الاقتصاديين ، وهو: تقسيم المخاطر إلى: مخاطر منتظمة ، وأخرى غير منتظمة. وتحت كل من النوعين أنواع فرعية.

أولاً: المخاطر المنتظمة (Systematic Risks) ^(١).

يقصد بالمخاطر المنتظمة: المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام وتطال جميع الصكوك الاستثمارية بمختلف أنواعها. وقد تكون هذه المخاطر ناجمة عن ظروف اقتصادية كتقلبات الأسعار في الأسواق والركود الاقتصادي ، أو عن أحداث سياسية كالحروب وتحول الأنظمة ، أو عوامل بيئية كالحوادث البيئية. وهذا ما يجعل التطورات التي تطرأ على الساحة الدولية والمحلية مصدراً رئيساً للمخاطر المنتظمة. وتسمى هذه المخاطر - أيضاً - بالمخاطر الكلية. وتدرج تحت هذه المخاطر العديد من الأنواع الفرعية. وباستثناء مخاطر تغير معدلات الفائدة ومخاطر التضخم - كما سيأتي - ومخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية - التي تنفرد بها الصكوك - ، فإن بقية المخاطر تتفق فيها الاستثمارات الإسلامية والتقليدية. وتتمثل المخاطر المنتظمة في: مخاطر الائتمان ، ومخاطر السوق وسعر الصرف ، ومخاطر سوء الإدارة والأخلاق.

وكما سبق فإن الصكوك الاستثمارية الإسلامية لا تتعرض لمخاطر الفائدة ؛ لأنها لا تتعامل بها وما سبق من استخدام الالايور لا يعني تأثرها بها ؛ لأن استخدام كان فقط لقياس عائدات الصكوك الاستثمارية الإسلامية ومقارنة بعائدات الأوراق المالية. فلا تستخدم حتى في حساب العائد.

ولا تتعرض الصكوك لمخاطر التضخم ^(*). فالتضخم ينعكس سلباً على الاستثمارات من خلال انخفاض قيمة عائداتها ، إلا أن الاستثمارات التي تتضرر هي التي تدر عائدات ثابتة

^(١) الشمري ، ناظم محمد نوري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٩٩٩م ، ص: ٣١٨.

كالسندات من خلال انخفاض قيمة العائدات نتيجة لتآكل قيمة العملة. أما بالنسبة للصكوك الاستثمارية الإسلامية ، فإنها تتأثر بالتضخم إيجاباً ؛ لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ، وترتفع أسعارها - بطبيعة الحال - مع ارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الاستثمارية الإسلامية^(١).

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة (Unsystematic Risks).

ويقصد بالمخاطر غير المنتظمة تلك المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بفعل عوامل خارج عن طبيعة العملية الاستثمارية ، مما يؤثر سلباً على الصك الاستثماري الذي يمثل هذا المشروع ، ولا تتأثر السوق المالية بشكل عام بهكذا مخاطر ، مما يسهل عملية تجنبها وحسن التصرف معها بشكل أكفأ من المخاطر المنتظمة التي تؤثر على السوق برمتها. وتسمى هذه المخاطر بالمخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة. وهذه المخاطر متنوعة ، أهمها: المخاطر السياسية ، المخاطر البيئية ، المخاطر الإلكترونية.

أساليب قياس مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

تتخذ كل مؤسسة معايير خاصة لقياس نسبة المخاطر في مشاريعها ، وثمة مؤسسات متخصصة في قياس المخاطر ، ولكن هناك أساليب عامة تستعين بها كل المؤسسة في قياس المخاطر ، وهذه الأساليب تستخدم لقياس مخاطر الأوراق المالية التقليدية ، وحاول الباحث الاستعانة بها لقياس مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

الأسلوب الأول: الانحراف المعياري (Standard Deviation).

يقيس هذا الأسلوب مدى انحراف عائدات الصك الاستثماري عن العائدات المتوقعة ، ولذلك ، فهو يأخذ بالاعتبار عائدات الصك لسنوات سابقة. وعليه فالانحراف المعياري يقيس التشتت "Variance" عن الوسط الحسابي بأن يحسب المتوسط الحسابي لعائدات الصك الاستثماري لسنوات سابقة ، ثم تقارن العائدات السنوية مع المتوسط الحسابي للحصول على درجة الانحراف.

(١) ويقصد بمخاطر التضخم الانخفاض في القوة الشرائية للعملة ، نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة.

(٢) المومني ، غازي فلاح: إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٤٢٢هـ / ٢٠٠٢م ، ص: ٨٠.

وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة دلت على درجة مخاطر أكبر ، في حين كلما كانت عائدات الصك قريبة من المتوسط الحسابي دلت على استقرار الصك الاستثماري وقلّة مخاطره^(١).

.الأسلوب الثاني: البيتا (BETA)^(٢).

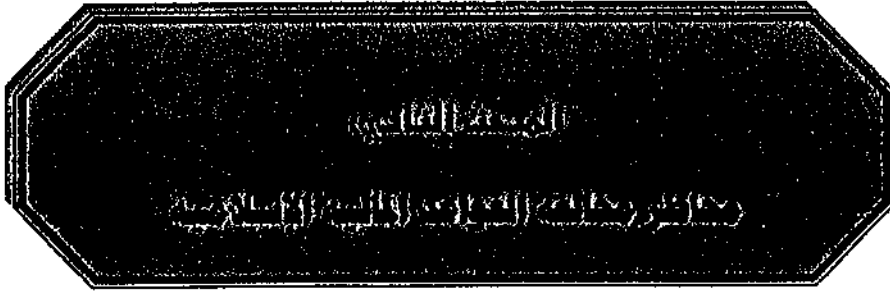
وهو مقياس لسرعة تأثير الصك مقارنة بحركة السوق. فإذا افترضنا أن سرعة تأثير السوق لأي حالة (الواحد الصحيح) ، فإن هبوط أو ارتفاع عائد الصك بنفس اتجاه السوق يكون سرعة تأثيره بالواحد الصحيح. وكل صك له سلوك معينة مقارنة بسلوك السوق عامة. ويعني ذلك أن مقياس البيتا هو: مقياس للمخاطر المنتظمة في السوق التي ترجع لأسباب عامة منها اقتصادية ، وبعضها سياسية ، وأخرى اجتماعية ، وقد سبق ذكرها. ويكون لكل صك "بيتا" خاصة (وهي وحدة قياسية) تقيس سرعة تأثيره. فإذا فرضنا أن سرعة تأثير السوق لأي حدث هي: (١) ، فإن الصكوك التي ترتفع أو تهبط بنفس اتجاهات السوق يقال إن سرعة تأثيرها (١). ولكن إذا تغير سعر الصك (١٥%) بينما كان تغير السوق (١٠%) ، فإنه يقال: إن الصك يتذبذب بمقدار (١,٥) عن السوق^(٣).



^(١) الشمري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، ص: ٣٢٣.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ٣٢٩.

^(٣) جابر ، محمد صالح: الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والتقني للاستثمارات ، دن ، عمان - الأردن ، ط: ٢ ، ١٩٨٩ م. ص: ٩٤.



إن المؤسسات المالية الإسلامية جزء من النظام الإسلامي المتكامل الذي يجب أن تعمل مؤسساته في إطار القواعد الإسلامية. ومن هذه القواعد الإسلامية العامة ، انبثقت القواعد المالية الإسلامية التي تحكم وتنظم العلاقات المالية بين الأفراد والمؤسسات المالية من جهة ، وبين المؤسسات المالية ذاتها من جهة أخرى.

وهذا النظام الإسلامي المتكامل مصدره التعاليم الإسلامية السمحة التي جاءت من رب البرية القائل: ﴿أَلَا يَعْلَمُ مَنْ خَلَقَ وَهُوَ اللَّطِيفُ الْخَبِيرُ﴾^(١). فهو أعلم بما فيه صلاح الناس في الدارين. وإن عدم الالتزام بهذه التعاليم الربانية يترتب عليه عواقب وخيمة تنعكس سلباً على المعاملات في شكل نتائج سلبية عاجلة وأجلة. ولما كان الأجل معلوماً بما أعده الله للمخالفين من عقاب في الآخرة ، فإننا يجب أن نتعرض للآثار العاجلة. وعلى وجه الخصوص تلك الآثار السلبية المترتبة على مخالفة القواعد المالية الإسلامية في مجال الصكوك الاستثمارية.

وقد سبق أن مر بنا في الفصل الثاني أن الاستثمار له معنيان اقتصادي ومالي ، ولا يختلف النشاط الاستثماري الإسلامي عن هذين المفهومين. فالاستثمار في الإسلام ، هو: "زيادة الطاقة الإنتاجية للفرد والمجتمع". وفعل الرسول ﷺ مع السائل ، حينما وفر له أداة استثمارية ، وهي: (القدوم) للعمل عليها بالاحتطاب^(٢). دليل على أن الاستثمار في الإسلام نشاط ضروري على المسلم مزاولته. إلا أن القواعد الإسلامية كعادتها مرنة وعامة تركز على الخطوط العريضة ليترك التفاصيل للعلماء في الأزمنة والأمكنة المختلفة ليستقوا من المعين العذب بما يتلاءم ومقتضيات عصرهم وأمكنتهم.

والإسلام إذ يشجع على الاستثمار في مختلف القطاعات ومنها الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، يؤكد على التربية الروحية والنفسية والأخلاقية ، التي تزيد من كفاءة الإنسان وقدرته الإنتاجية ، ولتحقيق هذه الغاية السامية جاء حظر تعاطي عدد كبير من الأنشطة ، ووضع أطر وقواعد للعلمية الاستثمارية حتى لا تخرج بها المستجدات والمستحدثات عن جادة الحق والاستقامة.

^(١) سورة الملك ، الآية: ١٤.

^(٢) أبو داود السجستاني ، سليمان بن الأشعث: سنن أبي داود ، تحقيق: محمد محي الدين ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، ج: ٢ ، ص: ١٢٠.

وفيما يلي نستعرض جملة من المخالفات التي يمكن أن تحدث في الأنشطة الاستثمارية بشكل عام ، والصكوك الاستثمارية بشكل خاص ، والمخاطر المترتبة عليها.

ومن المخالفات التي يمكن أن تحصل في الصكوك الاستثمارية الإسلامية ما يلي:

أولاً: ارتكاب محاذير شرعية في العملية الاستثمارية.

إن الاستثمار في الإسلام كسائر المعاملات ليس خلواً من ضوابط شرعية وقيود أخلاقية منبعاها التعاليم الربانية. وهذه الضوابط والقيود من شأنها ترقية الاستثمار إلى مستوى يحقق فيه المستثمر أهدافه الدنيوية والأخروية. فلا يجوز استثمار حصيلة الصكوك الاستثمارية في تمويل مشاريع محرمة شرعا ، ويشمل هذا الحظر المعاملات التالية:

(١) حرمة تعاطي الربا قطعا.

فمن أولى المبادئ التي تقوم عليها العملية الاستثمارية حرمة الربا تحت أي مسمى وعلى أي شكل. فالربا محرم بالكتاب والسنة والإجماع ، ويدخل في الحرمة كل أنواع الاحتيال والتدليس لتميرير القصد الربوي من خلال الصكوك. ومن المخاطر الاقتصادية التي تنجم عن تعاطي الفائدة: هدر الموارد ؛ لأن الأموال في ظل النظام الربوي كثيرا ما لا توجه إلى المشاريع الإنتاجية ، وإنما توجه إلى المشاريع ذات العائد المضمون بغض النظر عن مساهمتها في العملية الإنتاجية من عدمه. كما أن تعاطي الربا يتسبب في سوء توزيع الثروات ؛ لأن الأولوية تكون لمن يقدر على السداد لا من يحسن التصرف فيها ، وبالتالي تتركز الثروة في أيدي قلة من الناس قادرين على تقديم الضمانات اللازمة للحصول على التمويل. والربا يؤدي إلى التضخم أيضا من خلال زيادة العرض النقدي بزيادة الائتمان دون أن تصاحب هذه الزيادة خلق سلع وخدمات كافية^(١).

(٢) حرمة استخدام حصيلة الصكوك في تمويل أنشطة محرمة.

لا يجوز استخدام حصيلة الصكوك الاستثمار في مجالات محرمة شرعا ومخالفة للقيم والأخلاق ومناقضة للمثل العليا للمجتمع المسلم. فلا يجوز استخدام حصيلة الصكوك - مثلا - في إنشاء مصانع للخمور والأقراص المدمجة المحتوية على مواد مخلة بالآداب الإسلامية العامة وإنشاء دور للسينما والمراقص والحانات ، وإنشاء مشاريع غذائية محظورة وما أشبه ذلك من كل ما هو محرم شرعا نصا أو اجتهدا ؛ لعموم قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا النَّاسُ كُلُوا مِمَّا فِي الْأَرْضِ حَلَالًا طَيِّبًا وَلَا تَتَّبِعُوا خُطُوَاتِ الشَّيْطَانِ إِنَّهُ لَكُمْ عَدُوٌّ مُبِينٌ﴾^(٢). ولا يقتصر حظر التعامل مع المحرمات فحسب ، وإنما يحظر التعامل مع المباحات دون مراعاة سلم أولويات المجتمع. فالرفاهية مباحة ولكل قادر أن يعيش

^(١) الشنقيط: مخاطر استثمارات المصارف الإسلامية المحلية والدولية ، ص: ٨ - ٩. بتصرف.

^(٢) سورة البقرة ، الآية: ١٦٨.

بترفه ، إلا أن الرفاهة تكون محظورة في حال اتخاذها مظهر بذخيا في مجتمع مسلم لا تتوفر فيه حتى الحاجات الأساسية من مأكّل ومشرب ، وهذا مسؤولية ولي الأمر. ويترتب على تعاطي هذه المخالفات:

أ. خسارة المستثمر لأحد شقي الربح الذي يستحقه ؛ لأن المستثمر المسلم يتميز عن غيره بعدم اكتمال ربحية المشروع عنده إلا بتحقيق أرباح دنيوية وأخروية في نفس الآن. فلا يسقط من حساب الربح والخسارة المكاسب الأخروية في العملية الاستثمارية. وإن ارتكابه هذه المخالفات يعني فقدانه للربح الأخروي مما يجعله يخسر نصف الأرباح المتوقعة. بل أكثر فلا وجه للمقارنة بين الربح الأخروي مهما قل بالدنيوي مهما عظم.

ب. ويترتب على هذه المخالفات تبييد حصيلة الصكوك في مشاريع لا تعود بالنفع على المجتمع الذي يجب عليه أن يتسلق سلم الأولويات ، فلا يجوز إنشاء مشاريع لتلبية الحاجات التحسينية قبل تلبية الحاجات الضرورية للمجتمع. وعدم الالتزام بسلم الأولويات له آثار سلبية ، منها: أن النمو في المجتمع لا يمثل نموا حقيقيا ؛ لأنه يتركز على الطبقة التي تملك قوة شرائية وهم في الغالب قلة في المجتمعات. وإن النمو الحقيقي يبدأ من القاعدة لتكون التنمية متجذرة ومتأصلة ليست مجرد مظاهر. ومع الأسف ، فإن السائد في الغالبية العظمى من دول العالم الإسلامي مظاهر النمو وقشوره وليس النمو الحقيقي.

ثانيا: عدم التزام أعضاء المؤسسة المصدرة للصكوك بالضوابط الإسلامية ،

ومن ذلك:

(١) الخيانة.

إن الأمانة ركن ركين في القيم الإسلامية عامة ، والمعاملات المالية بخاصة. وإذا دخلت الخيانة في المشروع الاستثماري محقت منه البركة بخروج رب العزة من بين الشريكين ، فالصكوك الاستثمارية الإسلامية قائمة على أساس المشاركة. فيقول رسول الله ﷺ فيما يرويه عن ربه: (يقول الله أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه فإذا خان خرجت من بينهما)^(١). وهذا يعني أن القواعد المالية الإسلامية تجعل من الأمانة أحد أركان المشروع الاستثماري ويخضع لها مدير المؤسسة المصدرة للصكوك

(١) النيسابوري ، محمد بن عبد الله: المستدرک علی الصحیحین ، مكتبة المطبوعات الإسلامية ، حلب - سوريا ، د. ط. ، ١٩٧٠ ، ج: ٢ ، ص: ٦٠.

فيقول ﷺ: (كلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته)^(١). وإن عدم الالتزام بالأمانة يترتب عليه مخاطر كبيرة كثيرة غير خافية: فالمدير الذي لا يتمتع بالأمانة لا يهتم باتخاذ القرارات المالية والاستثمارية مسبقة بخطوات مدروسة بدقة لتفادي المخاطر ، مما يؤدي به إلى اتخاذ قرارات مالية واستثمارية تجعل المشروع كله على المحك. كما أن خيانتته يعني التلاعب بحصيلة الصكوك الاستثمارية واستخدامه في أغراض شخصية مما يعني هدر أموال الصكوك والذي يقلل من العائدات على الصكوك أو انعدامها. والخيانة باب واسع يدخل فيه كل المخالفات المقصودة التي تصدر من طرف مدير المؤسسة المالية المصدرة للصكوك الاستثمارية أو أحد أطراف العملية من سرقة أو التعامل بالمحسوبية ، والرشى. ولا تخفى الآثار السلبية المترتبة على سائر هذه الممارسات.

٢) التبذير.

إن النهي عن التبذير في قوله تعالى: ﴿وَلَا تَبْذِرْ تَبْذِيرًا﴾^(٢). يبقى على عمومته ليشمل كافة أنواع التبذير وتبديد الأموال بدون الحصول على عائدات دنيوية أو أخروية. وهذا النهي من شأنه تقييد تصرف المدير عن الاستخدام غير الرشيد لحصيلة الصكوك في مجالات لا تدر عائدات ، ك شراء سيارات فاخرة وتزيين المكاتب بشكل يفوق الحد المعتاد. وإن عدم التزام المدير بهذا النهي عن التبذير يجعله يبدد حصيلة الصكوك الاستثمارية في مجالات لا يعود على حامليه إلا بالخسران من خلال الإنفاق على المظاهر التي لا تساهم في تنمية القيمة السوقية للصكوك. ومعلوم أن الهدف الأساس هو تعظيم الربح الدنيوي من خلال تنمية القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية والأخروي من خلال التزام القيم والمبادئ الإسلامية.

ثالثاً: عدم إخراج حقوق الله في المشروع.

إن أي مشروع استثماري يدر عائدات تبلغ نصاب الزكاة يجب فيه إخراج حق الله ، يقول تعالى - في غير ما موضع من القرآن الكريم أمراً بأداء الزكاة مقترناً بالأمر بالصلاة - : ﴿وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ﴾^(٣) ، وقال تعالى: ﴿وَالَّذِينَ فِي أَمْوَالِهِمْ حَقٌّ مَعْلُومٌ لِلْمَسْكِينِ وَالْمَحْرُومِ﴾^(٤). ولا خلاف في ذلك. وإنما الخلاف في؟ "هل في المال حق سوى الزكاة؟"^(٥) ، فمن قال بوجوب حق آخر سوى الزكاة في الأموال فإنه يوسع من

^(١) البخاري ، محمد بن إسماعيل: صحيح البخاري ، تحقيق: مصطفى ديب البغا ، دار ابن كثير ، بيروت - لبنان ، ط: ٣ ، ١٤٠٧/١٩٨٧م ، ج: ١ ، ص: ٣٠٤.

^(٢) سورة الإسراء ، الآية: ٢٦.

^(٣) سورة المزمل ، الآية: ٢٠.

^(٤) سورة المعارج ، الآية: ٢٤ - ٢٥.

^(٥) انظر للتوسع في المسألة:

دائرة التكافل الاجتماعي وبالتالي تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بالدور الذي يفترض أن تقوم به في مجال تحسين حياة الناس ورفع المستوى المعيشي في المجتمع. ومن قصر الحق على الزكاة فحسب ضيق من ذلك.

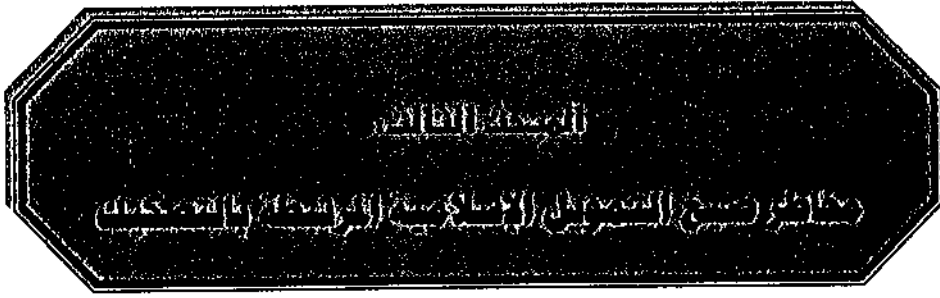
رابعاً: مخالفة صيغ التمويل الإسلامية التي صدرت بها الصكوك.

إن كل صيغة من صيغ التمويل الإسلامية تتميز بطبيعة خاصة ، ويجب أن يتم التعاقد بمراعاة طبيعة كل صيغة من هذه الصيغ ، ولا يجوز مخالفتها. فصكوك المضاربة - مثلاً - تصدر وفق صيغة المضاربة ، وبالتالي فلا يجوز للمضارب أن يضمن رأس مال المضاربة ما لم يكن متعدياً ، ويتعدى الحكم إلى صكوك المضاربة فلا يجوز لمصدر الصك أن يضمن القيمة الاسمية للصكوك ؛ لأن في ذلك ظلم لمصدر الصك كما سبق أن رأيناه ، كما ينسحب الحكم على كافة الصكوك الصادرة على أساس مختلف صيغ التمويل الإسلامية ما لم يحصل تعد وتقصير ، فعندئذ يجب على كل طرف تحمل مسؤولياته. كما أن إجراءات التوثيق ضرورية في المعاملات الآجلة كالحال في صكوك السلم مثلاً ، لعموم قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ﴾ الآية^(١) ؛ لأن عدم التوثيق يتولد عنه مخاطر كثيرة خصوصاً في ظل غياب الأمانة. ومن ضمن هذه المخاطر توظيف موظفين في مجال إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية دون أن يكون لهم إمام كاف بصيغ التمويل الإسلامية وقواعد الاستثمار الإسلامي.

هذه بعض المخالفات التي يمكن أن ترد في الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، وغيرها كثير ؛ لأن كل المخالفات الشرعية في المعاملات المالية يمكن أن تؤثر في الصكوك سلباً.



-
- القرطبي ، محمد بن أحمد: تفسير القرطبي ، تحقيق: أحمد عبد العليم البردوني ، دار الشعب ، القاهرة - مصر ، ط: ٢ ، ١٣٧٢ هـ ، ج: ١٧ ، ص: ٣٨.
 - الطبري ، محمد بن جرير: تفسير الطبري ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، دط ، ١٤٠٥ هـ ، ج: ٢ ، ص: ٩٦.
 - ابن كثير ، أبو الفداء إسماعيل بن عمر الدمشقي: تفسير القرآن العظيم ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، دط ، ١٤٠١ هـ ، ج: ١ ، ص: ٢٠٩.
- (١) سورة البقرة ، الآية: ٢٨٢.



تصدر الصكوك الاستثمارية الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية. وكل صيغة من هذه الصيغ تحمل في طياتها أنواعا من المخاطر تختلف باختلاف الصيغة. وطبيعي والحالة هكذا أن تتعدى هذه المخاطر إلى الصكوك الاستثمار التي صدرت على أساسها. وتنعكس هذه المخاطر على الصكوك من خلال انخفاض عائداتها في الأسواق المالية. وسنتعرض في المطالب القادمة المخاطر النوعية لكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامية.

المطلب الأول: المضاربة.

إن صيغة المضاربة تقوم على أساس تلاقي المال بالخبرة. وذلك من خلال إعطاء صاحب المال مالا إلى شخص آخر يمتلك الخبرة للاستثمار فيه. فالمال يتوفر ابتداء قبل بداية المشروع ؛ لأن من شروط المضارب أن يكون رأس مال المضارب حاضرا ومعينا بشكل لا يحتمل أي لبس أو عدم تأكيد. إذا فمصدر المخاطر في هذه الصيغة من المضارب ، ويمكن حصر أبرز المخاطر التي تواجه العملية الاستثمارية من طرف المضارب في الآتي:

✱ عدم امتلاك المضارب الخبرة الكافية في النشاط الاستثماري. فالمضارب عندما لا تتوفر لديه الخبرة اللازمة لأساليب وطرق العمل في المشروع أو المهارات الكافية للتسويق ، فإنه يؤدي بالمشروع إلى مخاطر كبيرة تتمثل في: انخفاض العائدات ، وقد يؤدي إلى انهيار المشروع^(١).

✱ خيانة المضارب وعدم التزامه بشروط العقد ، ويمكن اعتبار هذه المخاطر من جملة مخاطر سوء الأخلاق التي تأتي من أحد طرفي العقد ، وفي عقد المضارب تأتي هذه المعضلة من المضارب باعتبار أن رأس مال المضاربة مدفوع مسبقا إليه قبل بدء النشاط الاستثماري.

✱ تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة ، ويمكن أن يسبب هذا الخطر عوامل العرض والطلب في السوق ، وقد يكون ناجما عن سوء إدارة المضارب وعدم خبرته في النشاط الاستثماري.

^(١) الحرازي ، عمر حامد: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تقليلها ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، عمان - الأردن ، ٢٥/١٤٢٥هـ / ٢٠٠٤م ، ص: ١٣.

* تعرض الأصول الاستثمارية للتلف ، وتعتبر هذه أشد المخاطر التي تتعرض لها كافة صيغة الاستثمار الإسلامية والتقليدية ، نتيجة لعدم اتخاذ التدابير الوقائية اللازمة للوقاية من مسببات هلاك الأصول الاستثمارية ، سواء أكانت عوامل بيئية أو حوادث طارئة^(١).

ويلاحظ من مخاطر صيغة المضاربة أنها في الغالب مخاطر سوء إدارة وأخلاق من طرف المضارب - الذي يعتبر مديرا لمشروع المضاربة - . بالإضافة إلى المخاطر الأخرى كمخاطر السوق متمثلة في العرض والطلب ، أو مخاطر الائتمان من حيث عدم وفاء بعض العملاء بالتزاماتهم المالية.

وتتأثر صكوك المضاربة بشكل مباشرة بهذه المخاطر كلها ؛ لأن صكوك المضاربة إنما صدرت لتمثل المشروع الاستثماري الممول على أساس صيغة المضاربة ، وتتأثر الصكوك من خلال انخفاض قيمتها السوقية نتيجة هذه المخاطر ، كما قد تفقد الصكوك قيمتها الاسمية أيضا نتيجة لمخاطر أصول المشروع الاستثماري. ومن هنا حظيت فكرة ضمان رأس مال المضاربة أهميتها من طرف ثالث مستقل.



المطلب الثاني: الإجارة.

إن الإجارة إذا ما قورنت بالصيغ الأخرى تعتبر من أقلها خطرا ؛ لأن عائداتها تتميز بالاستقرار إلى حد الثبات تقريبا ، فمن السهل أن يحدد المؤجر عائداته. إلا أنها ليست بدعا من صيغ التمويل الأخرى التي لا تخلو من مخاطر. فهي وإن كانت تتمتع بنسب عالية من الاستقرار، فإنها تتعرض لعدد من المخاطر ، يمكن حصرها في:

* عدم التزام المستأجر بدفع الأقساط الإيجارية: إن المشروع الإيجاري يعتمد في عائداته على أقساط الإجارة التي تدفع بشكل دوري منتظم. وتأخر سداد الأقساط من قبل المستأجر وعدم انتظامه في دفعها يؤدي إلى زوال الاستقرار الذي تتمتع به صيغة الإجارة ، مما يزيد من نسبة المخاطر فيها ، ويلحق هذا النوع من المخاطر بمخاطر الائتمان.

* إن نفقات صيانة الأصول المؤجرة بأعيانها أو منافعها عملية مكلفة وباهظة الثمن. والمخاطر تكمن في عدم القدرة على التنبؤ الدقيق بنفقات الصيانة مما يدخل عنصر عدم التأكد في الموضوع. وهذا يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بالعائد الذي يعتبر من أهم مميزات الإجارة. فالعائد وإن تم تحديده إجمالا ، فإنه يصعب تحديد الصافي منه ؛ لأن العائد

^(١) العيادي ، أحمد: المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن ، ١٤٢٥هـ / ٢٠٠٥م. ص: ١١. بتصرف.

فإن أي خطر من هذه المخاطر يتعدى إلى الصكوك مباشرة ، وتؤثر عليها من خلال انخفاض القيمة السوقية للصكوك ، أو حتى فقدانها لقيمتها الاسمية.



المطلب الثالث: المشاركة.

إن صيغة المشاركة من حيث الأساس تعتبر أساس صيغ التمويل الإسلامية ؛ لأن المشاركة في الربح والخسارة من أساسيات التمويل الاستثماري الإسلامي ، فالمضاربة تعتبر من المشاركات ؛ لأن صاحب المال يشترك بماله مع صاحب الخبرة بخبرته لاستثمارهما في نشاط معين ، والمزارة نوع من الشركات. إلا أن المشاركة المعنية هنا ، هي: مساهمة شخصين فأكثر في دفع حصص مالية معينة لاستثمارها في نشاط استثماري معين ، وهي التي تعرف بشركات المساهمة ، والصكوك الاستثمارية الإسلامية التي تصدر بموجب هذه الصيغة تسمى: "صكوك المشاركة" أو "الأسهم".

وصيغة المشاركة بالطرح الأخير تكتنف مخاطر ، يمكن حصر أبرزها في الآتي:

✽ سوء إدارة المشروع: إن الإدارة تعتبر مهمة جدا في صيغة المشاركة بخاصة ؛ لأن المساهمين يدفعون أموالهم على أن يديروا هم المشروع أو يوكلوا واحدا منهم لإدارة المشروع ، وسوء الإدارة يعني فشل الشركة المساهمة. وكثيرا ما تفلس الشركات المساهمة نتيجة لسوء إدارتها. ومن ثم ، فإن سوء الإدارة يعتبر من أشد المخاطر التي تواجهها الشركات المساهمة.

✽ عوامل العرض والطلب (مخاطر السوق) وتدني الأسعار: صيغة المشاركة معرضة كغيرها من صيغ التمويل الإسلامية والتقليدية لمخاطر تقلبات الأسعار في السوق بفعل العرض والطلب نتيجة لعوامل عدة ؛ لأن الشركة تمارس أنشطة تجارية مجالها السوق ، وهذه الأنشطة إما أن تكون سلعا أو خدمات ، وهذه معرضة لعوامل السوق التي قد تؤدي إلى انخفاض قيمتها أو تعرضها لتقلبات السوق الشديدة.

✽ عدم الالتزام بشروط العقد: يقول الرسول ﷺ فيما يرويه عن ربه: (يقول الله أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه فإذا خان خرجت من بينهما). فالشراكة بخير بمعية الله سبحانه وتعالى طالما التزمت الأطراف كلها. أما في حال إخلال أحد الأطراف بالتزاماته - وهو الخيانة في الحديث - ، فإن ذلك يعني فشل الشركة. ويعتبر هذا الخطر من أشد مخاطر صيغة المشاركة ، ومن هنا كان حرص الشريعة الإسلامية على وفاء الأطراف كلها

بالتزاماتهم ، وأن البركة تحقق من الشركة بخيانة أحد الأطراف بخروج الله سبحانه وتعالى من بينهم كما في الحديث السابق.

* تجاوز السقف الزمني للمشروع^(١): إن الشركات في الغالب تكون محددة بآجال تطول أو تقصر حسب طبيعة المشروع ، والخطر يكمن في انتهاء السقف الزمني للمشروع دون تحقق العائدات المتوقعة ، وذلك بحكم عوامل السوق ، أو لأحد المخاطر التي سبق ذكرها.

* تلف الأصول: إن أصول الشركة تعتبر أساس المشروع ، وإن تعرض هذه الأصول لأي تلف ولأي سبب يعني زوال المشروع بزوال أساسه ، ولذلك تعتبر من أشد المخاطر على صيغة المشاركة كما هو الحال بالنسبة إلى كافة المشاريع الاستثمارية.

ونلاحظ من خلال الفقرات السابقة أن صيغة المشاركة إجمالاً تخضع لعدد من المخاطر ، مثل: مخاطر السوق ، ومخاطر سوء الإدارة ، ومخاطر سوء الأخلاق ، ويعتبر الأخيران من أشدها على هذه الصيغة.

ولما كانت صكوك المشاركة (الأسهم) تصدر على أساس صيغة المشاركة ، وأن حملتها إنما هم مساهمون في الشركة ، فإن أي خطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للأسهم ، وقد تفقد حتى قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.



المطلب الرابع: السلم.

السلم هو: بيع أجل بثمن عاجل ، ويتم بموجبه تعجيل الثمن وتقديمه إلى البائع الذي يلتزم بتسليم السلعة المعينة وفق المعايير والمواصفات المتفق عليها في أجل أجل محدد معلوم. فالسلعة الموصوفة في الذمة أجل ، والثمن المدفوع عاجل^(٢). ونتيجة لطبيعة صيغة السلم القائم على أساس تعجيل الثمن وتأجيل البضاعة ، فإنه ثمة مخاطر - في غالبها مخاطر انتمان - تكتنف هذه الصيغة ، وهي:

- ❖ عدم تسليم السلعة وفق المواصفات والمعايير المتفق عليها^(٣).
- ❖ عدم تسليم السلعة في التواريخ المحددة ، بغض النظر عن السبب ؛ فإن ذلك يؤدي إلى ارتباك في العملية الاستثمارية ، خصوصاً لو كان المشتري يعيد بيع هذه السلعة.

(١) العيادي: المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها ، ص: ١١.
(٢) الحرازي: مخاطر صنابير الاستثمار الإسلامية وكيفية التقليل منها ، ص: ١٣.
(٣) المرجع السابق ، ص: ١٣.

❧ عدم تسليم السلعة بالكلية. نتيجة لتلفها في يد البائع أو عدم التزام البائع بتسليمها لسوء نية. فإذا كان عدم تسليمها في التاريخ المحدد يحدث ارتباكاً في النشاط الاستثماري ، فإن عدم تسليمها بالكلية يؤدي إلى انهياره. وهو من قبيل مخاطر الأصول الاستثمارية التي سببها مخاطر سوء الأخلاق ، ومعلوم أنها من أشد المخاطر.

❧ مخاطر تتعلق بالسوق. وتتمثل هذه المخاطر في انخفاض القيمة السوقية للسلعة بعد تسليمها ، فقد يكون سعر السلعة مرتفعاً عند العقد وتنخفض عند التسليم ، أو يتعدى الطلب عليه نهائياً بعد تسليمها^(١).

ونلاحظ أن المخاطر في صيغة السلم على ثلاثة مستويات ، هي: مخاطر الأصول التي تكون نتيجة لمخاطر الائتمان بسبب عدم تسليم السلعة بالكلية لتلفها أو لخيانة. ومخاطر تتعلق بعدم الالتزام بتواريخ تسليم البضاعة لأحد الأسباب السالفة الذكر. ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالموصفات والمعايير المتفق عليها ، مثل: أن تكون السلعة بجودة أقل.

وتتأثر صكوك السلم الصادرة على أساس صيغة السلم بهذه المخاطر بطبيعة الحال ؛ لأن حامل الصك ، هو مقدم رأس مال السلم وعلى أساسه ينتظر تسليم السلعة في تاريخ محدد. وإن تعرض بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة يعني تأثر عائدات الصكوك لانخفاض باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم.



المطلب الخامس: المراجعة.

تعتبر صيغة المراجعة من أهم الصيغ التي تتعامل بها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها الأكثر أماناً من المخاطر المختلفة ، إلا أن هذه الصيغة لا تسلم بطبيعة الحال من المخاطر. وأبرز المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة ، هي: الاختلاف في شرعيتها. ومخاطر الائتمان ، وتنجم هذه المخاطر عن: عدم التزام الطرف الثاني ببند العقد. وعليه يمكن تقسيم هذه المخاطر إلى ثلاثة أقسام:

أولاً: إن صيغة المراجعة بالشكل الذي تتعامل به المؤسسات المالية الإسلامية قوبلت بانتقادات كثيرة من قبل كثير من الباحثين. وهذا التباين في حد ذاته مصدر لمخاطر هذه الصيغة ، وخصوصاً لو تطرقنا لمسألة الإلزام بالوعد. ووفق قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، فإن الوعد يكون ملزماً للتعامل في عقد المراجعة إذا دخل الموعد بسببه في التزام ، كما أن ثمة علماء يعتبرون أن الوعد غير

^(١) العيادي: المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها ، ص: ١٢.

ملزم للطرفين ، ولا يخفى ما في هذا الاتجاه من خطر يؤدي بالصفقة كلها ؛ لأن العميل له أن يتراجع عن الصفقة - وفق هذا الرأي - في أية لحظة ، مما يكبد البائع خسائر فادحة.

ثانياً: معلوم أن المربحة في شكلها المتعامل بها في المؤسسات المالية الإسلامية تقوم على أساس المواعدة بين الطرفين ببيع السلعة للطرف الأمر بالشراء بسعر التكلفة مضافاً إليها الربح المتفق عليه. لذا فالمخاطر تكمن في رفض العميل التوقيع على العقد بعد توفير السلعة ، وهذا يلحق ضرراً كبيراً بالمؤسسة.

ثالثاً: إن المربحة تقوم على أساس سداد المبلغ المتفق عليه بين الأمر بالشراء والعميل بعد توفير السلعة. فالمخاطر تكمن هنا في عدم التزام العميل بسداد الأقساط في تواريخها المحددة ، وهي من مخاطر الائتمان.

فالأصل في صكوك المربحة أنها لا تتعرض لمخاطر الائتمان ؛ لأنها تتم وفق أمر بشراء ، إلا أن عدم التزام العميل ببنود العقد ، من مماطلة في السداد أو نكوث بعد التعهد يؤدي إلى مخاطر الائتمان. إذا فصكوك المربحة معرضة لمخاطر الائتمان من هذا الوجه. وهذا يؤدي إلى تأخر العائدات بل انعدامها في حال عدم التزام العميل ببنود العقد أصلاً بعد توفير السلعة ، مما يؤدي إلى نقص العائد على السلعة ، خصوصاً لو كانت السلعة وفرت وفق معايير خاصة بالعميل لا تناسب جهات أخرى. وقد تتعرض للتلف في حال عدم التمكن من بيعها لجهة أخرى.

وهذه المخاطر تنعكس على صكوك المربحة من خلال تناقص القيمة السوقية نتيجة لمطل العميل أو فقدتها القيمة الاسمية في حال رفض العميل الالتزام بالتعهد بعد توفير السلعة لو كانت هذه السلعة وفق معايير خاصة بالأمر بالشراء ، فإحجامه عن الشراء يعني اضطرار المؤسسة إلى بيعها بسعر أقل من سعر شراءها.



المطلب السادس: مخاطر الاستصناع.

صيغة الاستصناع شبيهة بصيغة السلم يحكمه عقد مبيع في الذمة شرط فيه العمل. فالمشتري هو المستصنع له ، والبائع هو الصانع للسلعة المصنوعة ، إلا أن الثمن يجوز أن يكون انتمانا فلا يجب تعجيله كما في بيع السلم ؛ لأن فيه عمل إلى جانب بيع السلعة ، ويكون سداد الثمن على مراحل تقدم العمل وتقدير قيمته ، ويستعان في ذلك على خبرة طرف ثالث في المتابعة والتقييم.

وتكمن المخاطر في صيغة الاستصناع في^(١):

عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة ، سواء أكانت المخالفة لمعايير الجودة ، أو للمعايير الخاصة التي طلبها المستصنع.

عدم القدرة على تسليم السلعة المستصنعة في التاريخ المحدد وفق بنود العقد ، سواء أكان لسبب داخل في إدارة الصانع أو خارج عنها.

خيانة الاستشاري في عملية مراقبة أطوار صناعة السلعة وتقييمها ، مما يؤدي إلى تعجيل الأقساط حسب إشارة المستشار قبل وصول الأصول إلى المرحلة التي يجب فيها تسديد القسط. والمشكلة في هذه الحالة إذا لم يتمكن الصانع من الوصول إلى الطور الذي استلم ثمنه قبل أوانه.

عدم التزام المستصنع بدفع المبلغ المتفق عليه لصناعة السلعة.

التقلبات في أسعار المواد الخام اللازمة في صناعة السلعة.

انخفاض قيمة السلعة السوقية بعد تسلمها ، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات صكوك التي تمثل ملكية حصة شائعة في السلعة المستصنعة.

ونلاحظ من هذه النقاط أن مخاطر صيغة الاستصناع تأتي من ثلاثة مصادر: مخاطر مصدرها الصانع من حيث عدم التزامه بالمعايير المتفق عليها ، وعدم القدرة على تسليم السلعة في التاريخ المحدد ، والخيانة بالاتفاق مع الاستشاري. ومخاطر مصدرها المستصنع من حيث عدم التزامه بدفع الأقساط في تواريخها وفق مراحل الصناعة. ومخاطر مصدرها السوق نتيجة عوامل العرض والطلب.

إن صكوك الاستصناع تصدر لجمع حصيلة رأس مال الاستصناع لاستصناع سلعة معينة. وبالتالي ، فإن صك الاستصناع يمثل حصة شائعة في ملكية السلعة المستصنعة ، وإن أي خطر تتعرض له هذه السلعة ينتقل إلى الصك الذي يمثلها من خلال تناقص القيمة السوقية.



المطلب السابع: المزارعة ، المساقاة ، المغارسة.

تصدر كل من صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة لجمع حصيلة زراعة أو غرس أرض جرداء أو سقي أرض مغروسة أو مزروعة. ونتيجة لطبيعة هذه صيغ التمويل ، فإنها تتعرض لمخاطر ، أهمها:

^(١) الحرازي: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية التقليل منها ، ص: ١٤.

٣١ مخاطر بيئية: نظرا لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالا وثيقا بالبيئة ، فإنها معرضة لكل العوامل البيئية سواء أكانت هذه العوامل نتيجة لسوء الأحوال الجوية كالأعاصير والأمطار - غزارتها أو شحها - ، كما تكون نتيجة آفات تخلص النباتات ، والحشرات مما يؤدي إلى رداءة المحاصيل الزراعية أو انعدامها والذي يسبب خسارة المشروع بالكلية.

٣٢ كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة إلى مخاطر السوق ، في حال أخذت المحاصيل طريقها إلى السوق. كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها.

٣٣ وتتعرض هذه الصيغة لسوء إدارة وتصرف من بعض الأطراف مما يؤدي إلى فشل المشروع بشكل كلي أو جزئي.





إن العلاقات الاقتصادية سواء أكانت بين الأفراد أم المؤسسات هي ترجمة للتبادل والمعاوضات المالية ، بأن يسلم كلا المتعاملين ما يرغب عنه ويأخذ ما يرغب فيه. ولما كانت النقود وسيطا للتبادل وأداة لتسهيل هذا التبادل ، فإنه يلزم أن يتم تسليمها بدلا لسلعة أو منفعة أو خدمة معينة ، وتجري آثار المعاملة ، هذا في حال حضور البديلين. وليس في كل الأحوال يتوفر البديلان ، فقد يتخلف أحدهما لتأريخ أجل. لذا ، فإنه يضاف إلى العلاقة الأولى بين طرفي الصفقة علاقة أخرى تقوم على أساس تأجيل أحد البديلين ، فإما تعجيل النقود وتأجيل السلعة كما هو الحال في السلم ، أو تأجيل النقود وتسليم السلعة في البيوع الآجلة. ويطلق على الصيغ التي يتأجل فيها أحد البديلين (الائتمان)^(١).

والائتمان من الأمانة ، حيث يأتمن أحد الأشخاص الآخر ، ويعطيه ماله حالا على أن يستوفي بدله أجلا ، أو العكس. ويطلق عليها "المداينات" من الدين ، ويعرفه الفقهاء بأنه: "عبارة عن كل معاملة كان أحد العوضين فيها نقدا والآخر في الذمة"^(٢).

والائتمان - كما سبق - أحد شقي التعامل الاقتصادي ، وهو بالمفهوم السابق كله خطر ، لذا كانت مخاطر الائتمان من أكثر المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية ، وخصوصا تلك التي تستخدم مواردها في منح قروض أو تتعامل بمدفوعات آجلة ، ويقصد بمخاطر الائتمان: المخاطر التي تنجم عن عدم قدرة الملتزم على الوفاء بالتزاماته الائتمانية. ويترتب على هذه المخاطر خسائر كبيرة قد تؤدي إلى امتصاص حقوق الملكية مما يسبب في ضعف قدرة المؤسسة المالية على المنافسة أو حتى النمو ، وقد تؤدي إلى إفلاس المشروع^(٣). والمعلوم أن المؤسسات المالية التي تصدر الصكوك الاستثمارية بطبيعة عملها لا تقدم قروضا نقدية ، إلا أنها تتعامل أثناء النشاط الاستثماري كثيرا بالمدفوعات الآجلة باعتبارها أساس بعض صيغ التمويل الإسلامية ، كما هو الحال في عقود السلم والمرابحة مثلا. فالقروض النقدية وحدها ليست سببا للائتمان ، وإنما سببها كافة أنواع الديون. والدين أعم من القرض ، فالقرض لا يكون إلا بإعطاء نقد إلى وقت أجل. أما

^(١) العيادي: المتأخرات في المصارف الإسلامية ، ص: ٢. بتصرف.

^(٢) القرطبي ، الجامع لأحكام القرآن ، تحقيق: أحمد عبد العليم البردوني ، دار الشعب ، القاهرة - مصر ، ط: ٢ ، ١٣٧٢ هـ ، ج: ٣ ، ص: ٣٧٧.

^(٣) عبد الحافظ ، السيد البهوي: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية - نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي ، القاهرة - مصر ، دبط ، دبت ، ص: ٢٩٣.

الدين فقد ينشأ عن القرض ، وعن كل المعاملات التي تحتوي مدفوعات آجلة كالمراوحة والسلام^(١). وبالتالي ، فإن الائتمان يكون ناتجا عن الديون بشكل عام.

ويمكن القول بأن مخاطر الائتمان تأتي نتيجة لعاملين:

- العامل الأول: يحدث قبل إتمام الصفقة ويسمى مشكلة اختيار. وتعرض المؤسسة لهذه المشكلة بسبب عدم قدرتها على التمييز بين الجهات والأفراد القادرين على الوفاء بالتزاماتهم التعاقدية وبين الجهات والأفراد غير القادرين على ذلك ، وذلك نتيجة لعدم توافر المعلومات اللازمة عن الجهات والأفراد المتعاملة معها بالمدفوعات الآجلة.

- العامل الثاني: مشكلة سوء أخلاق^(٢). بسبب عدم التزام العميل بالوفاء بالتزاماته في التواريخ المحددة لأسباب تكون داخلية في إرادته مما يؤدي إلى تعطل أموال المؤسسة المالية دون استثمارها والحصول على عائدات لقاء ذلك ، بل قد تؤدي هذه المخاطر إلى عدم قدرة المؤسسة على استرداد أصل المبلغ

ومخاطر الائتمان التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية عند إصدارها الصكوك الاستثمارية - كما سبق - تتمثل في مخاطر تسوية مدفوعات تنشأ عندما يكون على أحد أطراف العملية التزاما ماليا يسدده في تاريخ معين بعد تسلمه أصلا ماليا (سلعة مثلا) ، مما يعرض المشروع لخسارة محتملة. وفي حالة صيغ المشاركة في الأرباح (مثل المضاربة والمشاركة) تأتي مخاطر الائتمان في حال استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم بالمبادلات ، فقد يدخل في المشروع أثناء عمله معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة. فوجود الائتمان في العملية الاستثمار مظنة لوقوع الخطر بفعل العاملين السابقين.

ومما يساهم في زيادة تأثير المؤسسات المالية الإسلامية بمخاطر الائتمان العوامل الآتية^(٣):

◆ إن المؤسسات المالية التقليدية تواجه مخاطر الائتمان بتحصيل الفوائد طيلة فترة التأخير ، وهذا يحفظ للمؤسسة جريان العائد على الديون المتأخرة طوال فترة التأخير ، مما يلزم المتعاملين معها السعي لتسديد الالتزامات في أوقاتها. أما المؤسسات المالية الإسلامية فتفتقر إلى هكذا آلية لعلاج هذه المعضلة ، مما يؤدي إلى قوأت فرص استثمارية على المؤسسة خلال فترة التأخير وحرمانها من عائدات الأموال المتعثرة.

◆ إن القوانين الوضعية لا تساعد المؤسسات المالية الإسلامية على سرعة تحصيل الديون المتعثرة ومنع استغلال المأطلين لحقوقها ، ومن ذلك:

(١) دليل المصطلحات الفقهية الاقتصادية ، ص: ١٤٤.

(٢) البدوي: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية ، ص: ٢٩٤.

(٣) الشنتير ، صالح موسى: مخاطر استثمارات المصارف الإسلامية المحلية والدولية ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ٢٥/١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م ، عمان - الأردن ، ص: ١٧.

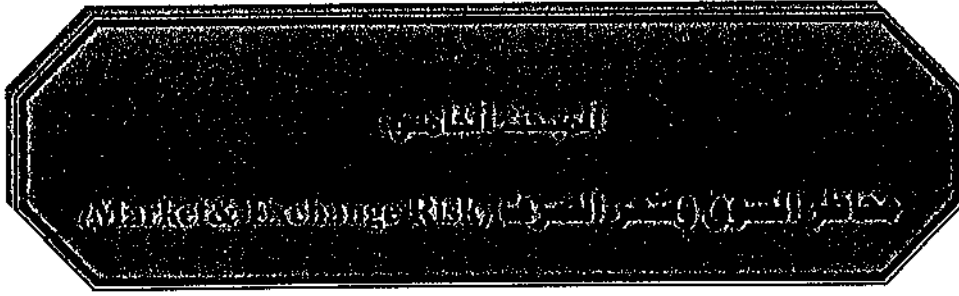
لا تعاقب القوانين المماطلين الموسرين عند إخلالهم بشروط سداد الديون في موعدها ؛ نظرا لأن هذه القوانين أصلا وضعية والمؤسسات التقليدية تعوم في إطار هذه القوانين التي تعالج هكذا مخاطر عن طريق الفوائد وبالتالي فلا حاجة لإيجاد أداة جديدة لمعاقبة المماطل.

تفرض بعض القوانين السرية على معاملات العملاء ، وتحول دون لجوء المؤسسة إلى إعلان أسماء المماطلين منهم كوسيلة للضغط عليهم من أجل الالتزام بالسداد ، وذلك وفقا للتشهير بالمماطل في القواعد المالية الإسلامية ، استندا إلى الحديث النبوي الشريف الذي يقول فيه رسول الله ﷺ: (لي الواجد ظلم يحل عقوبته وعرضه) قال سفيان: عرضُه: يقول مطلنتي ، وعقوبته الحبس^(١).

وإذا أحييت المسألة إلى القضاء ، فإنها تتأخر لسنوات طويلة مما يفوت على المؤسسة فرص الاستثمار بالأموال المتعثرة ، بالإضافة إلى تكاليف إضافية متمثلة في الإجراءات القضائية.



(١) البخاري: صحيح البخاري ، ج: ٢ ، ص: ٨٤٥.



إن مخاطر السوق تعتبر من أخطر التحديات التي تواجه النشاط الاستثماري ؛ وذلك للتقلبات التي تسجل يوميا أو أسبوعيا أو شهريا في الأسعار بشكل عام والأوراق المالية (الصكوك الاستثمارية) بخاصة في مختلف الأسواق المالية المحلية والدولية ، وهي كفيلة - إذا لم يحسن التصرف معها - بتهديد المشروعات الاستثمارية التي تسعى إلى تحقيق عائدات مناسبة تغطي التكاليف وتحقق أرباح صافية لحملة الصكوك. ومخاطر السوق يمكن القول بأنها سلاح ذو حدين ، فقد يحقق المشروع بسببها أرباحا عالية أو خسائر فادحة^(١) ويفصل بينهما حاجز عدم التأكد ، وهذا هو مكنم الخطر.

وتنشأ مخاطر السوق نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على السوق المالية وأسواق السلع والخدمات ؛ لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة أو في دولة أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة^(٢) ، وبعد أن بات العالم حلقة واحدة يسري أي تغير في بقعة ما إلى بقية البقاع.

وفي الواقع ، فإن مخاطر سوق المال منشؤها من مخاطر نوعين من الأسواق ، وهما: مخاطر سوق الأصول: (الأصول والمنافع والخدمات). وسوق العملات وأسعار الصرف. والذان يؤثران بشكل مباشر على أسواق المال. وتبعاً لذلك ينقسم هذا المبحث إلى مطلبين.

المطلب الأول: مخاطر سوق الأصول: (السلع والخدمات)

إن المؤسسات المالية القيمة على الصكوك بجميع أنواعها تخضع لعوامل السوق وتقلباتها. وبالتالي ، فإنها معرضة لمخاطر السوق نتيجة لطبيعة عمل هذه المؤسسات في المتاجرة بالأصول المالية المكونة من: سلع وخدمات تمثلها الصكوك. ويمكن تعريف مخاطر السوق بأنها: "ذلك النوع

^(١) أسعد ، رياض: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن ، ١٤٢٥هـ / ٢٠٠٤ ، ص: ٢٥. بتصرف.

^(٢) هندي ، منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف الإسكندرية ، الإسكندرية - جمهور مصر العربية ، د.ن ، ١٩٩٩ ، ص: ٢٥٨.

من المخاطر الذي تتعرض له المؤسسات المالية نتيجة لطبيعة عملها والتي تؤدي إلى انحراف أسعار الأوراق المالية عما تتوقعه هذه المؤسسات^(١).

إلا أن هذا التعريف لم يغط جوانب الموضوع كلها ، فصحيح أن مخاطر السوق نتيجة للتقلبات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية ، إلا أن وراء هذه التقلبات مخاطر أخرى تتسبب في هذا التقلبات. وعليه يمكن إعادة تعريف مخاطر السوق بأنها: "المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية نتيجة لتقلبات أسعار الأصول المالية وأسعار صرف العملات التي تؤثر على أسعار الصكوك الاستثمارية في سوق المال".

فالصكوك الاستثمارية الإسلامية تتعرض لهذه المخاطر ؛ حيث إن مجال عملها هو السوق ، والسوق بطبيعة الحال تتطوي على مخاطر نتيجة لعوامل لا تحكم بها المؤسسة.

وإذا نظرنا إلى الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، فإننا نجد أنها تعتمد من أساسها على الملكية لا على المديونية كالسندات الربوية. لذا ، فإن طبيعة مخاطر السوق التي تواجهها الصكوك الاستثمارية الإسلامية يمكن أن تكون على جهتين:

- الجهة الأولى: المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية (السلع والخدمات) التي تمثلها الصكوك الاستثمارية ؛ لأن الصكوك إنما تمثل حصة شائعة في ملكية أصول استثمارية ، وهذه الأصول تباع في الأسواق كأية أصول أخرى ، وبالتالي فإنها معرضة لما تتعرض له كافة السلع والخدمات من إمكانية تناقص قيمتها في السوق بفعل عوامل السوق ، وتتفق الأسواق بمختلف اتجاهاتها في خضوعها لهذه العوامل ، إلا أن السوق الإسلامية خالية من معدلات الفائدة ، وبالتالي فإنها لا تتأثر بها في أية حال. أما العوامل الأخرى فالسوقان فيهما سواء ، وأهم هذه العوامل:

(١) عوامل الطلب والعرض.

(٢) السياسات الاقتصادية للحكومات.

(٣) العلاقات الاقتصادية الدولية.

(٤) الأزمات الاقتصادية^(٢).

- الجهة الثانية: مخاطر القيمة السوقية للصكوك: لا تكاد تخلو الأسواق المالية الإسلامية

كانت أم تقليدية من التقلبات الشديدة بفعل التقلبات الحاصلة في سوق الأصول الحقيقية ، أو بفعل

(١) عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية ، ص: ٢٧٨.

(٢) يرجع إلى كتب الاقتصاد للتفصيل. مثلاً:

- حسن ، توفيق عبد الرحيم: مبادئ الاقتصاد الجزئي ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ،

٢٠٠٥/١٤٢٥ م.

- النصر ، محمد محمود وشامية ، عبد الله محمد: مبادئ الاقتصاد الجزئي ، دار الأمل للنشر والتوزيع ، إربد

- الأردن ، ط: ٧ ، ١٩٨٩ م.

عوامل أخرى وإن استقرت تلك ، حيث إن تداول الصكوك يعني المتاجرة فيها ، ونرى ارتفاع قيمة صكوك معينة وانخفاض أخرى وانحراف الأسعار من غير أي سبب واضح وإن كان المركز المالي للمشروع يلعب دورا في ذلك.

أما السبب الظاهر في تقلبات الأسعار في أسواق الأصول الحقيقية وأسواق المال ، هو نتيجة لقوى الطلب والعرض. ولكل من الطلب والعرض محدّداته:

(أ) محدّدات الطلب على الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

١. درجة المخاطر: فالصكوك التي تقل درجة المخاطر فيها يزداد الطلب عليها ، وبالمقابل يقل الطلب على الصكوك التي تحتل درجة عالية من المخاطر دون احتمال مساو للعائدات. فيمكن القول بأن الطلب على صكوك الإجارة يكون أعلى من صكوك المضاربة ؛ لأن الأولى تتمتع بدرجة كبيرة من الاستقرار في العائدات بخلاف الثانية. إذا فالعلاقة بين درجة المخاطر والطلب على الصكوك علاقة عكسية.

٢. العائد المتوقع: فالعائد العالي المتوقع من صكوك معينة يزيد من الطلب عليها ، كما يقل الطلب على الصكوك التي يتوقع منها عائدا أقل. فتأثير درجة المخاطر يعتبر ثانويا مع توقع عائدات عالية. فالمستثمر إذا كان يتوقع عائدا أعلى من صكوك المضاربة ، فإنه يقبل عليها أكثر من صكوك الإجارة مع أن نسبة المخاطر فيها قليلة جدا بالمقارنة مع صكوك المضاربة ، نظرا لما يتوقعه من عائدات عالية من صكوك المضاربة. فالعلاقة إذا بين العائد المتوقع والطلب علاقة طردية^(١).

٣. القدرة على تسهيلها: تحظى الصكوك القابلة للتسييل بسهولة وفي وقت قصير أكثر رواجاً من تلك الصكوك التي لا تتمتع بقدرة تسهيل عالية. فالمستثمر قد يحتاج إلى السيولة في أية لحظة سواء أكان لتلبية الطلب الاستهلاكي أو الاستثماري. فالعلاقة بين الطلب على الصك والقدرة التيسيلية للصك طردية.

(ب) محدّدات عرض الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

١. فرص الاستثمار المتاحة في الأنواع الأخرى من الصكوك: فالعلاقة بين عرض الصك الاستثماري والفرص الاستثمارية الأخرى المتاحة علاقة عكسية ، فكلما توفرت فرص للاستثمار في أنواع أخرى من الصكوك بعوائد أعلى قل عرض الصك الاستثماري ذي العائد الأقل.

^(١) محدّدات كل من العرض والطلب بشكل إجمال من: قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة ، ص: ٦٣. بتصرف

٢. **حجم الطلب الاستهلاكي:** فالعلاقة بين الطلب على الاستهلاك والطلب على الاستثمار عكسية ، نتيجة لعكسية العلاقة بين الاستهلاك والادخار ، وطرديتها بين الادخار والاستثمار.

٣. **حجم المضاربات "Speculations"**^(*): ويقصد به الطلب التربصي للنقود ، والعلاقة بين عرض الصكوك والطلب التربصي "المضاربات" علاقة طردية ، فكلما توقع المستثمر استثمارات مستقبلية ذات عوائد عالية زاد من عرض الصكوك التي يحملها.

ونخلص مما إلى سبق إلى أن المحدد لقيمة الأصول الاستثمارية هو سوق السلع والخدمات فالعامل الأساسي في تحديد أسعار الصكوك الاستثمارية هو القدرة الحالية والمتوقعة للمشروع الاستثماري على تحقيق الأرباح. وتتحدد القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية نتيجة للتفاعل بين السوقين: سوق الأصول الحقيقية والسوق المالية (البورصة).

(*) المضاربات "Speculations": هي الدخول في الاستثمارات دون خوف من المخاطر المحيطة بالاستثمار.

المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف

مخاطر سعر الصرف ، هي: المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار صرف العملات في المعاملات الأجلة التي تعقدها المؤسسات المالية.

ففي حال توقيع الصفقة بالعملة الأجنبية ، فإن انخفاض سعر تلك العملة يؤدي إلى تحمل المؤسسة خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى ، كما أن المؤسسة تحقق أرباحا بمقدار ارتفاع سعر العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية^(١).

وفي ظل تعدد الأنشطة الاستثمارية للمؤسسات المالية الإسلامية بمختلف العملات الأجنبية ، فإن إمكانية تعرض المؤسسة لمخاطر سعر الصرف وارد بقوة خصوصا في ظل التقلبات الشديدة التي تسجلها أسعار صرف العملات ، وخصوصا أنه لا يمكن تحييد أثرها على صافي نتائج العمليات ، مما يعرضها لخطر ضياع ما تحققه من أرباح جزئيا أو كليا^(٢).



^(١) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، ص: ٢٥.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ٢٦.



إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية بمختلف أنواعها معرضة بشكل عام لمخاطر سوء الإدارة والأخلاق ، ولا تختلف طبيعة تعرض هذه الصكوك لهذا النوع من المخاطر. بخلاف مخاطر السوق ومخاطر الائتمان مثلا التي تختلف طبيعتها باختلاف أنواع الصكوك.

فالصكوك الاستثمارية الإسلامية تمثل أصولا مالية في مشروع استثماري معين ، وهذا المشروع تديره هيئة إدارية. قد تكون الهيئة مكونة من مصدري الصكوك في حال صكوك المشاركة وصكوك الوكالة في الاستثمار. وقد تكون الهيئة الإدارية من خارج المشروع. وهذا يعني أن إصدار الصكوك الاستثمارية والقيام بالأنشطة الاستثمارية التي تمثلها تستدعي إدارة ، ولابد من أن تكون الإدارة على مستوى طموح حملة الصكوك ؛ لأن سوء الإدارة ينعكس على المشروع برمته سلبا ، وهو ما يعرف بمخاطر الإدارة.

ومخاطر الإدارة " *Management Risk* " وتسمى أيضا بالمخاطر الفنية " *Technical Risk* " تنتج عن اتخاذ قرارات مالية واستثمارية خاطئة ، ومن شأنها أن تترك أثرا عكسية على القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية التي تصدرها المنشأة^(١).

فمخاطر الإدارة - إذن - هي تلك المتصلة باتخاذ مدير الاستثمار قرارا ماليا أو استثماريا يخالف ما تكون عليه الحالة الفنية للسوق أو السلعة أو العملة ، وذلك بشراء السلعة أو بيعها بسعر أعلى أو أدنى مما يمكن أن يكون عليه السعر الحقيقي لأسباب فنية إدارية بحتة ، الأمر الذي يصعب معه توقع أرباح مناسبة برغم ما توصي به وتشير إليه جهود التحليل الأساسي " *Fundamental Analysis* " التي تهتم بتفسير العلاقة بين الطلب والعرض ، وأسباب تحرك الأسعار في الظروف العادية ، وبالتالي بيان المستوى السعري المناسب أو المتوقع^(٢).

وقد ازدادت أهمية التعرف إلى الوضع الفني للسوق والأدوات والسلع بصورة كبيرة خلال العقدین الأخيرین ، وإلى درجة بات معها المتعاملون غير قادرين على إغفال ذلك فيما يتخذونه من قرارات. وتعتبر حدة التقلبات واستمرارها وطغيانها الواضح في مختلف الأسواق سببا أساسيا لتنامي أهمية التحليل الفني (الإداري).

(١) هندي ، منير إبراهيم: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف الإسكندرية ، الإسكندرية - مصر ، د. ط. ، د. م. ، ١٩٩٩ ، ص: ٢٦٠.

(٢) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٢٦.

إن سلوك المستثمرين قد أصابه تغيير جوهري نتيجة للتقلبات التي تطرأ على السوق بشقيها. فقد أصبحوا قادرين على تحقيق الأرباح أو التعرض للخسائر ليس لمجرد سلامة الاختيار الاستثماري فقط ، وإنما لسلامة التوقيت الذي يقررون فيه دخول السوق والخروج منه. وهذا يعني أن التوقيت السليم لدخول السوق بات شرطاً أساسياً لتوقع الأرباح ، وهذا هو مجال اهتمام التحليل الفني^(١).

وباتت المخاطر الإدارية أكثر مثولاً أمام المشاريع الاستثمارية بعد قيام الشركات العملاقة التي تنفصل فيها الإدارة عن الممولين وهذا من خصائص اقتصاد السوق ، وهذا يوقف مستقبل الشركات على حسن تصرف الهيئة. فكثير من الشركات العملاقة أفست نتيجة سوء تصرف إدارة الشركة ، وفشو الفساد وغسيل الأموال.

ومع افتراض اتخاذ القرار الإداري السليم ، فإن المشروعات الاستثمارية معرضة لنوع آخر من المخاطر ترتبط بشكل وثيق بالمخاطر الإدارية الفنية ، وهي مخاطر الأخلاق التي تنجم عن سوء أخلاق هيئة الإدارة أو العملاء.

فقد تقوم المؤسسة المالية المصدرة للصكوك باستخدام حصيلة إصدار الصكوك في أنشطة لا يرضى عنها حملة الصكوك كالأنشطة غير المنتجة أو مرتفعة المخاطر ، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية تجاه حملة الصكوك.

فالصيغ التي تصدر الصكوك الاستثمارية الإسلامية على أساسها بعضها تسمح بتدخل حملة الصكوك في إدارة المشروع كصكوك المشاركة ، بخلاف بعضها الآخر الذي لا تسمح بتدخل حملة الصكوك في التفاصيل الإدارية للمشروع كالمضاربة مثلاً. وهذا قد يؤدي إلى عدم توفير المعلومات اللازمة لحملة الصكوك عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري المشاريع الاستثمارية مما يؤدي إلى زيادة احتمال قيام المديرين باستخدام حصيلة الصكوك في أنشطة استثمارية غير منتجة ، أو استخدامها في تصريف الحاجات الشخصية بشراء سيارات فاخرة مثلاً وتبذير الأموال لأغراض شخصية لا تزيد المشروع إلا خسارة ، أو استخدامها في تنفيذ استراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية المشروع ، وإنما لتدعيم نفوذهم ، كشراء شركات أخرى ليس بناء على جدوى اقتصادية للصفقة ، وإنما لمجرد زيادة حجم المؤسسات المالية التي تدخل تحت نفوذهم ، وهذه المشكلة التي يمكن أن يتعرض لها حملة الصكوك تسمى بمشكلة الوكالة: "Agency Problem"^(٢) ؛ ذلك لأن مدير المؤسسة يعتبر وكيلًا يدير شؤونها نيابة عن حملة

(١) المرجع السابق ، ص: ٢٧.

(٢) عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية - نظرة معاصرة ، ص: ٢١. بتصرف.

الصكوك ، وهذه المخاطر ناجمة عن عدم قيام المديرين - باعتبارهم وكلاء للمؤسسة المالية - بتحقيق مصالح حملة الصكوك بتحري سبل ووسائل تعظيم ثروة حملة الصكوك.

وبشكل عام ، فإن وجود فجوة في المعلومات بين حملة الصكوك ومديري المشاريع الاستثمارية تؤدي إلى^(١):

١. تقليص الدور المفترض للأسواق المالية ، وذلك نتيجة لإحجام كثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق خوفا من التعرض للمشكلات التي سبق ذكرها ، وإحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفا من بيع صكوكها الاستثمارية بأقل من قيمتها الاسمية ، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تقيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

٢. انخفاض كفاءة الأسواق المالية ؛ نتيجة لدخول بعض المستثمرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توفر المعلومات الكافية ، مما يعرضهم لاتخاذ القرار السيئ ، وتوجيه مدخراتهم إلى من يتخذ قرارات استثمارية سيئة أو من يسيء استخدامها ، الأمر الذي يعني عدم استخدام موارد المجتمع الاستخدام الأمثل الذي يخدم أغراض النمو الاقتصادي.

هذا كله فيما لو كانت هذه المخاطر سببها إدارة المشروع الاستثماري ، إلا أن هذه المخاطر لا تتوقف على تلك التي ذكرناها ، وإنما تؤدي مخاطر الإدارة إلى التعامل مع عملاء سيئي الأخلاق لا يلتزمون ببنود العقود ، وهذا قد يحدث بشكل واضح في الصكوك التي تعتمد صيغ العقود الآجلة كصكوك السلم التي يصدرها المشترون لشراء سلعة السلم ، فاحتمال عدم التزام البائع بتوفير السلعة في التاريخ المحدد أو حتى عدم تسليمها نهائيا وارد بقوة ، وهو نفس مخاطر الائتمان أيضا.

ويلاحظ مما سبق أن مخاطر الإدارة وسوء الأخلاق قد تكون سببا أساسيا لبعض أنواع المخاطر التي مرت بنا في المباحث السابق. فإتخاذ قرار استثماري أو مالي خاطئ يعني حدوث مخاطر السوق ؛ لأن مدير المشروع يصدر قرارا بشراء أصل أو بيعه في وقت غير مناسب مما يؤدي إلى بيع الأصل في وقت تنخفض فيه قيمته ، أو شراء أصل في وقت ترتفع قيمته ، ويؤثر هذا على عائدات الصكوك. كما أن مخاطر الائتمان ، قد تنجم عن مخاطر الإدارة أو مخاطر سوء الأخلاق عندما يتخذ المدير قرارا بعقد صفقة مع عملاء لا تتوفر له معلومات عنهم من حيث القدرة على السداد أو عدم التزام قواعد

(١) المرجع السابق ، ص: ٢٣.

السلامة في توقيع عقود آجلة. وقد يتعرض المشروع لمخاطر الائتمان حتى بعد اتباع قواعد منح الائتمان في حال سوء نية العميل وهو ما يعرف بمخاطر سوء الأخلاق. ولا تقتصر المخاطر الإدارية فقط على إدارة المشروع ، وإنما تتعدى لتشمل المحفظة الاستثمارية(*) التي تحتوي على الصكوك.

وتختلف مكونات المحفظة من مستثمر لآخر ، فبينما تتكون المحفظة الاستثمارية لدى بعض المستثمرين من صكوك استثمارية ذات نسب مخاطر عالية في سعيه لتحقيق عائدات أعلى ، تُكوّن بعض المحافظ الاستثمارية بشيء من التحفظ مما يجعلها تتكون من صكوك استثمارية ذات مخاطر أقل وعائدات أقل كذلك. ويسعى البعض الآخر إلى تكوين محفظة استثمارية متوازنة. وهكذا فإن تكوين المحافظ الاستثمارية في الصكوك الاستثمارية يعتمد على فلسفة المستثمر نفسه ومدى استعدادة لتقبل المخاطرة ، وكذلك احتياجاته الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت وبشكل دوري (شهري أو ربع سنوي أو سنوي) كاستثمار في صكوك الإجارة ، أو أنه يهدف إلى تعظيم الأرباح^(١).

ونظرا لتكون المحفظة الاستثمارية من مجموعة صكوك استثمارية ذات درجات مخاطر متفاوتة ، فإنه يلزم حسن إدارتها والتصرف معها ، بحيث يستطيع المدير أن يجنب المحفظة الصكوك الاستثمارية التي تحتل مخاطر عالية دون أن يقابلها عائدات أعلى. ويظهر من هذا أن مخاطر المحفظة الاستثمارية تكمن في سوء إدارتها ، ويترتب على سوء إدارة المحفظة الاستثمارية آثارا سلبية كثيرة ، منها:

أولاً: تكوين محفظة استثمارية تتكون من صكوك استثمارية ذات عائدات منخفضة نتيجة لضعف المركز المالي للمشاريع الاستثمارية التي تمثلها هذه الصكوك ، مما يؤدي إلى الحصول على عائدات أقل من المتوقع لقلة المعلومات المتوفرة لدى مدير المحفظة عن فرص الاستثمار.

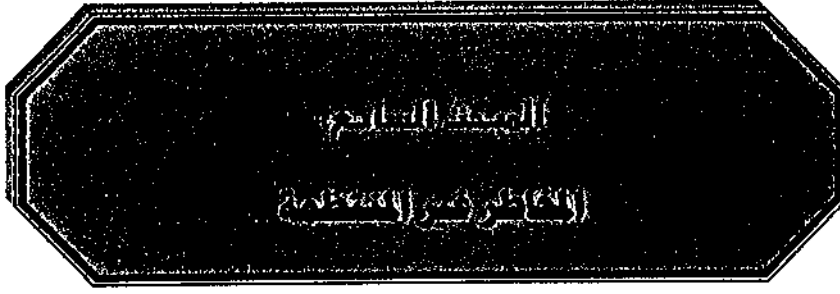
ثانياً: تكوين محفظة استثمارية ذات مخاطر عالية مع عدم مقابلتها بعائدات عالية تماثلها ، نتيجة لجمع صكوك استثمارية تحتل مخاطر عالية في المحفظة الاستثمارية ؛ لأن المستثمر يكون مستعداً لتحمل مخاطر عالية إذا ما قابلت هذه المخاطر عائدات عالية. وخلافاً لذلك فلا يقبل بتحمل أية درجة من المخاطر.

(*) هي عملية استثمار لمجموعة من الناس يتم تجميع جزء من مدخراتهم بهدف المنفعة المشتركة. ويتم إدارة المحفظة الاستثمارية (الجامعة للأموال) من قبل مدير يسمى بمدير المحفظة، وهو إما أن يكون شخصاً مفرداً أو من قبل مجموعة لإدارة هذه الاستثمارات بصورة يومية، وتعتمد عملية استثمار هذه الأموال على نوع الاستثمار المختار مثل موجودات في الأسهم، والسندات، وأسواق الأموال، أو من خلال تركيبة مشتركة. www.islamonline.net

(١) محمد ، حسام الدين: كيف تبني محفظتك الاستثمارية؟ موقع الإسلام على الانترنت: www.islamonline.net ، المراجعات الاقتصادية ، ٢٠٠٤/٦/٣٠م.

ثالثاً: تكوين المحفظة من نوع واحد من الصكوك الاستثمارية مما يعني أن تعرض هذا النوع من الصكوك لمخاطر يعني تعرض المحفظة كلها لهذه المخاطر بدرجات متفاوتة.





فيما سبق من مباحث رأينا المخاطر المنتظمة للصكوك الاستثمارية ، وهي التي تسيطر على اهتمام الاقتصاديين أكثر من المخاطر غير المنتظمة باعتبار أن الأولى تشترك فيها كافة الاستثمارات وتلازم الأنشطة الاستثمارية بمختلف أنواعها. أما المخاطر غير المنتظمة فهي ليست من طبيعة الاستثمارات ، وتحدث نتيجة لعوامل لا تتعلق بطبيعة الاستثمارات. وأبرزها:

المطلب الأول: المخاطر السياسية

المخاطر السياسية هي المخاطر التي يكون مصدرها من الدولة. وهذه المخاطر مخاطر سياسية ولكنها تطل الاقتصاد عبر السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدولة. ويجب وضعها في عين الاعتبار عند دراسة المشاريع الاستثمارية ، وتسمى أيضا: بـ "المخاطر السيادية" ؛ لأنه يصعب ملاحقة الدولة قضائيا لما تتمتع به من سيادة^(١).

وما يزيد هذه المخاطر خطورة أنه يصعب تقديرها ؛ لأن تحليل المعلومات الاقتصادية ومدلولاتها حول هذه المخاطر غير متوفرة ؛ لذا يؤخذ في الاعتبار الدولة وحكوماتها واحترامها للحقوق والواجبات والاتجاهات السياسية للحكم فيها واتجاه الدول الأجنبية بالإضافة إلى موقع الدولة جغرافيا. وتنجم هذه المخاطر عن اتخاذ الدولة سياسة اقتصادية معينة ، كرفع الرسوم الجمركية والضرائب ، تحديد حد أعلى للأسعار (سقف سعري Price Ceiling) أو حد أدنى لها (قاع سعري Floor Price) ، والتحول من نظام اقتصادي إلى آخر كتحويل كثير من الدول من النظام الاشتراكي إلى الرأسمالي أو العكس نتيجة لتغير أنظمة الحكم. ويرى الباحث أن أشد نوعي التحول هو التحول من النظام الاقتصادي الرأسمالي إلى الاشتراكي ؛ لأنه يصاحبه تأميم المصالح والشركات والممتلكات الخاصة وتحولها إلى القطاع العام ، ومن ثم ضياعها من أيدي ملاكها. كما يدخل في هذه المخاطر الفساد الإداري والاقتصادي في الدول.

^(١) الحرازي: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تقليلها ، ص: ٦. بتصرف.

المطلب الثاني: مخاطر البيئة

وتتعرض جميع الصكوك الاستثمارية لهذا النوع من المخاطر ، إلا أن أشد الصكوك تعرضا لها هي تلك التي تعتمد أصولها على البيئة في النمو كالصكوك المصدرة لتمويل مشروعات زراعية على أساس صيغ: المزارعة والمساقاة والمغارة ؛ لأنها شديدة التأثير بالعوامل البيئية. إلا أن هذا الارتباط بين البيئة وهذه الصيغ بدأ يتقلص بسبب الوسائل الحديثة التي باتت تعتمد عليها الزراعة. فكان منذ زمن غير بعيد يعتبر شح الأمطار سببا رئيسا لهلاك المزارع وكذلك الحشرات. إلا أن قلة اعتماد المزارع على الأمطار في كثير من البلدان المتقدمة قللت من تأثيرها بخطر شح المياه. كما أن مسألة الحشرات لا تشكل كبير مشكلة في ظل وجود وسائل حديثة لمكافحتها. وبالطبع هذه المخاطر تتناقص في الدول المتقدمة والتي تمتلك الإمكانيات الهائلة للتصدي للتحديات البيئية. أما الدول النامية فلا زالت هذه المخاطر تشكل تحديا حقيقيا أمام زراعتها. فكثيرا ما نرى استثناء المجاعات في السنوات التي تمنى بها المجتمعات بشح الأمطار ، كما أن المحاصيل تصاب بأفات تقلل من جودتها. وهذه كلها تفرض تحديات كبيرة أمام الاستثمار في كثير من الدول النامية. فإصدار صكوك في هذه الدول لتمويل مشروعات زراعية يعني ارتفاع احتمال تعرض المشاريع للمخاطر البيئية. مع تمتع غالبية هذه الدول بالمياه الجوفية إلا أن ضعف الإمكانيات تمنعها من الاستفادة منها.

ومن المفارقات أن نجد أكثر الدول التي تتمتع بمساحات شاسعة من الأراضي الزراعية الخصبة. هي أكثرها تعرضا للمخاطر البيئية مما يقلل من أهليتها لإصدار صكوك لتمويل مشروعات زراعية فيها ، إلا أن سهل التصدي لها في حال توفر الإمكانيات.

المطلب الثالث: المخاطر الرقمية.

لم يَعُْدْ أحد من الكتاب - حسب اطلاع الباحث - المخاطر الالكترونية ضمن المخاطر التي تتعرض لها المشاريع الاستثمارية التي تمثلها الصكوك الاستثمارية. مع الأهمية التي يجب إيلاؤها لهذا النوع من المخاطر باعتبار أن المشاريع الاستثمارية تعتمد في التحويلات والتخزينات المالية على الأنظمة الرقمية باستخدام الحواسيب الآلية وشبكات المعلومات ، وبات يهدد هذه الوسائل كثيرا من المخاطر ، وتنجم هذه المخاطر عن الاستخدام غير القانوني للتكنولوجيا ، مما يؤدي إلى السرقة والاحتيال والتلاعب بالبيانات المالية من خلال القرصنة الالكترونية ، كما تنجم المخاطر الالكترونية عن تعرض أجهزة المؤسسة إلى هجوم رقمي بالفيروسات. وهذه المخاطر قد تلحق بالمشروع خسائر فادحة. وبناء على ما سبق يمكن تصنيف المخاطر الرقمية التي تتعرض لها المشاريع الاستثمارية إلى ثلاثة أصناف:

الصف الأول: مخاطر الاستخدام غير القانوني للتكنولوجيا.

إن الإجرام أخذ منحى آخر بعد تفجر الثورة المعلوماتية وظهر نوع آخر من الجرائم وهي الجرائم الرقمية ، فالجاني في حال الجناية الرقمية يتلاعب بالبيانات المخترنة في ذاكرات الحاسبات الآلية أو في برامجها ، بهدف تحويل الأرصدة أو عائداتها إلى حسابه. ويكون ذلك بأحد الوسائل التقليدية ، كالنصب والاحتيال باستخدام الأنظمة الالكترونية للمؤسسات^(١). والجدير بالذكر أن آثار هذه العمليات تكون آثارا رقمية تتمثل في سرقة أموال وبيانات رقمية ، وهذه الأموال والبيانات الالكترونية تمثل أموال وبيانات حقيقية. وتعرض المشروع للسرقة الالكترونية أسهل بكثير من تعرضها للسرقة التقليدية ؛ لأن المسروق يكون عبارة عن (أحاد وأصفار "١٠١٠١٠") ولا يحتاج الجاني إلى اقتحام المباني والمكاتب ، وإنما يمكن أن ينفذ جريمته في أي مكان في العالم باستخدام أصابعه فقط ، ويمتلك القراصنة أساليب لفك الشفرات التي تعتبر صمام الأمان لحماية الأموال والبيانات الالكترونية للمؤسسات المالية.

ويمكن تقسيم المخاطر الالكترونية التي تنجم عن الجرائم الرقمية من حيث أدوات الجريمة إلى^(٢):

- (١) جرائم الشبكة العالمية: وتكون الجريمة هنا بواسطة جهاز كمبيوتر متصلة بشبكة المعلومات العالمية (الانترنت) "WEB" أو المحلية "LAN".
- (٢) جرائم الكمبيوتر: وتكون الجريمة في هذه الحالة باختراق بيانات الكمبيوتر المحلي. فالكمبيوتر في هذه الحال مسرح للجريمة بخلاف النوع الأول الذي يكون فيه الكمبيوتر وسيلة للوصول إلى مسرح الجريمة الذي هو الشبكة الدولية أو المحلية.

الصف الثاني: مخاطر الهجوم الإلكتروني.

تتعرض الكمبيوترات المتصلة بشبكة الانترنت والملقمات إلى هجمات تؤدي إلى فقدان البيانات المخزنة في هذه الأجهزة بل تؤدي إلى تعطل الأجهزة نفسها مما يكبد المؤسسات المالية خسائر فادحة ، ويكون الهجوم الإلكتروني عبر إرسال فيروسات إلكترونية متنوعة التأثير. ففي الوقت الذي يسبب بعضها إعطاب جزئي للبيانات ، تتسبب أخرى في إعطاب كلي للبيانات ، بل وحتى في إعطاب الأجهزة بما فيها من بيانات. ويصمم هذه الفيروسات مبرمجون هواة هدفهم

(١) الشوا ، محمد سامي: الجرائم التي استحدثتها المعلوماتية للتعدي على النمة المالية للغير ، مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي - الإمارات العربية المتحدة ، ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م ، م: ٣ ، ص: ١٠٩٥. بتصرف

(٢) عبد المطلب ، ممنوح عبد الحميد: أنموذج مقترح لقواعد اعتماد الدليل الرقمي للإثبات في الجرائم عبر الكمبيوتر ، مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي - الإمارات العربية المتحدة ، ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م ، ج: ٥ ، ص: ٢٢٣٧.

التعدي على الأملاك الالكترونية للجهات والمؤسسات المتعاملة مع الشبكة دون أن يستفيدوا من ذلك. كما قد تنتج بعض الشركات فيروسات وتنتج مضاد لهذه الفيروسات لتسويق برامجها ، فنتج الداء لتببع الدواء ، إلا أنه لا توجد أدلة لهذا الادعاء.

الصفحة الثالث: تعرض قواعد البيانات لأعطال فنية.

إن أجهزة الكمبيوتر المركزية والفرعية المنتشرة في المؤسسات المالية وفروعها تحتوي قواعد بيانات تحفظ فيها كافة البيانات الالكترونية ومنها الأموال الالكترونية ، وهذه الأجهزة معرضة للأعطال الفنية التي تسبب في ضياع المعلومات المحفوظة في قواعد البيانات. وحتى تتجنب المؤسسات المالية من هكذا مخاطر يجب أن تتخذ التدابير اللازمة للوقاية منها أو علاجها بعد وقوعها.

المطلب الرابع: مخاطر الأصول الاستثمارية^(١).

إن مستوى تعرض الصكوك الاستثمارية للمخاطر متفاوت ، وأشد هذه المخاطر التي تسبب في هلاك الأصول الاستثمارية التي تعتبر أساس المشروع الاستثماري ، والسبب الأساسي للحصول على عائدات الصكوك. فهلاكها يعني نهاية المشروع الاستثماري. وتهلك الأصول الاستثمارية نتيجة لأي نوع من أنواع المخاطر سابقة الذكر. إلا أن هذه المخاطر يمكن تصنيفها إلى إرادية ولا إرادية. فالإرادية منها هي التي تتحمل الإدارة مسؤوليتها كتعرض مشروع لا تتوفر فيه وسائل السلامة والأمان اللازمة للسرقة أو لحريق. وهذه المخاطر ذاتها تكون لا إرادية في حال حدوثها بعد توفير وسائل السلامة والأمان. ومن المخاطر اللاإرادية تعرض المشروع لعوامل أخرى خارجة عن إرادة البشر كالمخاطر البيئية التي تفوق حجم الاحتياطات البشرية كالزلازل والبراكين والمد البحري. أما المخاطر التي يمكن السيطرة عليها هي مخاطر السرقة مثلا.

وقد تتعرض الصكوك الاستثمارية إلى مخاطر الأصول ليس فقط بهلاكها ، وإنما بتصفية المشروع نتيجة للخسائر التي يمنى بها مما يؤدي بها إلى تصفية أصوله ، وبهذا تفقد الصكوك المصدرة لتمويل المشروع قيمتها.

والصكوك الاستثمارية الإسلامية كلها تتعرض لمخاطر الأصول ، فمثلا صكوك الإجارة تتعرض لهكذا مخاطر إذا تعرض الأصل المؤجر للهلاك أو التصفية لسداد التزامات مالية. فإذا كانت العين المؤجرة طائفة وتحطمت - مثلا - أو سفينة فغرقت يعني تعرض صكوك الإجارة - التي تتمثل عائداتها فيما تدره الطائفة أو السفينة من أرباح - لمخاطر الأصول. وقس على ذلك صكوك المضاربة بما يلحق بموجودات مشروع المضاربة ، وصكوك المشاركة بما يلحق بموجودات

(١) أبو غدة: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، ص: ١٥.

الفصل الثالث
آليات علاج مخاطر الصكوك
الاستثمارية الإسلامية
وتطبيقاتها

المبحث الأول: علاج مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

المبحث الثاني: دراسات الجدوى الاقتصادية وتطبيقاتها

المبحث الثالث: الضمان والتأمين وتكوين الاحتياطات

المطلب الأول: الضمان وتطبيقاته

المطلب الثاني: التأمين وتطبيقاته

المطلب الثالث: تكوين الاحتياطات النظامية وتطبيقاته

المبحث الرابع: إدارة المخاطر وتطبيقاتها

المبحث الخامس: استراتيجيات التحوط وتطبيقاتها

المبحث السادس: الشرط الجزائي وتطبيقاته

المبحث السابع: تنويع الاستثمارات وتطبيقاتها

المبحث الثامن: علاج المخاطر الرقمية





إن أي مشروع استثماري يسبق عملية الشروع فيه دراسات جدوى اقتصادية تبين التكاليف اللازمة والعائدات المتوقع منه وما إلى ذلك من معطيات ، وهي من الأهمية بحيث لا يشرع في مشروع إلا بعد التأكد من جدواه. أما المستثمر المسلم ، فإنه يتعين عليه قبل أن يدرس جدوى المشروع الاقتصادي أن يدرس جدواه الشرعي ، فإذا أسفرت دراسات الجدوى الشرعية عن عدم جوازه فيجب ألا يكلف نفسه بإجراء دراسات جدوى اقتصادية ؛ لأن احتواء المشروع على محاذير شرعية يفرض حظرا على المستثمر من الخوض فيه إلا بعد تصفية الشوائب.

إن هيئة الرقابة الشرعية يمكن أن تقوم بالدور اللازم في حماية المؤسسات المالية الإسلامية من الوقوع في مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية والقيام بدراسات جدوى شرعية للمشاريع المقدمة إليها. ويجب أن تكون الهيئة مكونة من أعضاء متبحرين في فهم الفقه الإسلامي وخصوصا جانب المعاملات منه ، كما يجب أن يكونوا ملمين بفحوى العقود وصيغ التمويل التي تصدر الصكوك الاستثمارية وفقها ، وفقه الواقع الذي يتم فيه الاستثمار ، ويلزم ذلك كله حتى لا تكون الفتوى منفصلة عن الواقع ولا يفتى بجواز أو حرمة معاملة دون فهم طبيعة محل الفتوى. ولتفادي الوقوع في المحرمات والمحظورات الشرعية يجب أن تقوم الهيئة الشرعية في المؤسسة المالية بواجبها ولا يكون همها شرعة المعاملات بغية توسيع دائرة النشاطات المالية للمؤسسة وفتح آفاق وفرص استثمارية جديدة ، وإنما يجب عليها أن تقوم بدورها كما يقوم مدير الاستثمار بدوره ومدير المخاطر باتخاذ كافة التدابير للوقاية منها. وهذه مسؤولية تقع على عاتق أعضاء هيئة المراقبة في المؤسسات المالية الإسلامية.

ونظرا لمحدودية كفاءة هيئات الرقابة الداخلية للمؤسسات المالية الإسلامية للقيام بواجب تطبيق معايير موحدة ، يمكن للمؤسسة المالية الإسلامية أن تعتمد المعايير الشرعية التي تصدرها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، بل من الأفضل أن تسجل كافة المؤسسات المالية الإسلامية في هذه المؤسسة حتى تتمكن هذه المؤسسات من العمل وفق آليات شرعية متفق عليها. لزيادة مستوى التنسيق وتبادل الخبرات ، وهذا يفتح آفاقا واسعة لتطويرها ، بالإضافة إلى الهدف الأسمى ، وهو الوقاية من الوقوع في مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية. وفي الفقرات القادمة نسلط الضوء على هذه الهيئة وما تقوم به في هذا الشأن.

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

أسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بموجب اتفاقية وقع عليها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر بتاريخ: ١ صفر ١٤١٠هـ ، الموافق ٢٦ فبراير/شباط ١٩٩٠م ، وتم تسجيلها في مملكة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية اعتبارية مستقلة غير ربحية في: ١١ رمضان ١٤١١هـ ، الموافق ٢٧ مارس/آذار ١٩٩١م.

ونظرا لأهمية الوقاية من مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية ؛ لأن تعاطي أي إجراء يخالف الفلسفة التي قامت عليها الصكوك الاستثمارية من شأنه أن ينسف الأساس الشرعي للاستثمارات الممولة بها. وكثير من هذه المخاطر يمكن أن تنجم عن فتاوى غير دقيقة تصدرها هيئات المراقبة المحلية التي قد يكون الهدف الأساسي عندها تمرير بعض المعاملات التي تفتح للمؤسسة آفاق ومجالات استثمارية جديدة. ولتجنب هكذا مخاطر يجب أن تكون الهيئة الشرعية تتمتع باستقلالية كاملة ؛ لذا على المؤسسة المصدرة للصكوك الاستثمارية والمؤسسة المديرة لها اعتماد المعايير الشرعية التي تصدرها هذه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. وفيما لم يصدر في شأنه معايير يمكن طرحه على الهيئة لبحثه واستصدار فتوى تبين الحكم الصحيح للمسألة.

أما بالنسبة للمسائل التي لا تحمل جدلا واسعا ، فإن الهيئات الشرعية داخل المؤسسات المالية يمكن أن تقوم بدراساتها والنظر في حلها ، على ألا تقوم المؤسسة بأي مشروع استثماري إلا بعد التأكد من شرعيته.

لا يكاد يخلو نوع من أنواع الصكوك الاستثمارية من مخاطر الإدارة وسوء الأخلاق ، وهي مخاطر مرتبطة بطبيعة العمل في الاستثمار ، فالاستثمار بطبيعته يديره شخص أو هيئة إدارية. ونجاح المشروع الاستثماري وفشله متوقف على كفاءة إدارته. ومن المعلوم أن المدير أمين ولا يضمن إلا بتعدي ، ولكن الوقاية خير من العلاج. ومخاطر سوء الإدارة في أحد جوانبها مرتبط بمخاطر الأخلاق ، حيث إن المدير الذي لا يتمتع بإخلاص يسارع في اتخاذ القرارات بناء على خطوات غير مدروسة ، كما أن فقدان الأمانة أيضا يهدد مصير المشروع من خلال تبديد الموارد في مجالات لا جدوى اقتصادي لها. ونظرا لأن الصكوك الاستثمارية الإسلامية مبنية على أساس القواعد الإسلامية ، فإنها يجب أن تكون أقل تعرضا لهكذا مخاطر.

وثمة ارتباط وثيق بين الإدارة والأخلاق ، وهذا يعني عدم إمكانية علاج مخاطر سوء الإدارة والأخلاق بمعزل عن القيم والأخلاق في اقتصاد إسلامي ، وعليه يلزمنا تسليط الضوء على

علاقة الأخلاق بالاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ، ومدى الإفادة من المبادئ الأخلاقية الإسلامية في مجال علاج مخاطر سوء الإدارة والأخلاق.

إن النظام الاقتصادي الإسلامي لا يفصل عن الجانب الأخلاقي كما لا يفصل عن الجانب العقدي ، سواء من حيث الوسائل والنظريات أو من حيث المقاصد والأهداف ، ولهذا ، فإن تدعيم المبادئ الأخلاقية من أهم المقاصد الشرعية.

ولعل أهم ما يميز التشريع الإسلامي عن التشريعات الوضعية أنه لا يفصل بين القاعدة الأخلاقية والقاعدة التشريعية ، ويجعل القاعدة الأخلاقية مدعمة للقاعدة التشريعية ، ولهذا ، فإن الفرد الذي يستطيع أن يتخلص من رقابة القانون لا يستطيع التخلص من رقابة القواعد الأخلاقية التي يدعمها الضمير الديني الذي ينبع من ذات الإنسان التي تنميها العقيدة وتغذيها العبادة. فالتشريع الإسلامي لا يفرق بين القواعد القانونية والأخلاقية ، وإنما تأتي القواعد القانونية متمشية دائما مع القواعد الأخلاقية ؛ لأن الإسلام بنى نظريته في القانون على أساس القواعد الأخلاقية^(١) ، يقول الله تعالى ممتدحا نبيه ﷺ: ﴿وإنك لعل خلق عظيم﴾^(٢) ، ويقول ﷺ: (إنما بعثت لأتمم مكارم الأخلاق)^(٣). ونظرا لصعوبة حصر كل الأخلاق والقيم الإسلامية التي تخدم الاقتصاد في دراستنا هذه ، فإن الباحث سيقصر على إبراد أهم وأعم هذه القيم وبإيجاز.

أولا: العدل.

إن العدل يعتبر أساس المعاملات والتعاملات الإسلامية ، فقد أمر به رب العزة في قوله تعالى: ﴿إن الله يأمر بالعدل والإحسان﴾^(٤) ، وهو قوام المجتمعات ولا يدخل في أي مجال إلا زانه ولا يخلو منه إلا شأنه. فالعدالة يجب أن يتمتع بها مدير المؤسسة المديرة للصكوك الاستثمارية الإسلامية في تصرفاته ، ومن المجالات التي تكون الحاجة فيها إلى العدالة أكثر إلحاحا: توزيع العائدات على الصكوك بين حملته ، فالصكوك الاستثمارية الإسلامية تصدر بقيمة متساوية مما يلزم أن تكون العائدات المستحقة على الصكوك أيضا متساوية بين حملة الصكوك ولا تفاضل بينهم إلا بعدد ما يحمله كل فرد من صكوك.

ثانيا: الصدق والوفاء والأمانة.

إن هذه الرزمة من الأخلاق من أساسيات القيم الإسلامية. فالتعامل مع المجتمع من منطلق هذه الأخلاق يساعد في انتشار العدل الذي يعتبر أساس العمارة والتقدم والرخاء الاقتصادي ، وتنتفي الأساليب الرخيصة في التعامل كالخداع والغش ، وهذا له أثر واضح على

^(١) النبهان ، محمد فاروق: أبحاث في الاقتصاد الإسلامي ، مؤسسة الرسالة ، دم ، دبط ، دت ، ص: ٢١.

^(٢) سورة القلم ، الآية: ٤.

^(٣) سبق تخريجه.

^(٤) سورة النحل ، الآية: ٩٠.

المجال الاقتصادي بشكل عام ، وحقل الاستثمار بخاصة ، وبالأخص على الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، حيث إن الصديق ينسحب ليؤثر على مدير المؤسسة المصدرة للصكوك في طبيعة المجالات التي يستثمر فيها حصيلة الصكوك كما يجعله يلتزم معايير الجودة العالية والمنتجات التي تعود بالمنافع على المستوى الكلي ، وتمتع المدير بالصديق يزوده بحصانة ضد رذائل الأخلاق كالغش والخداع ، والصديق يساعد على نشر سمعة حسنة عن المؤسسة مما يفتح لها آفاقا إضافية وواسعة وإقبالا من قبل المتعاملين ، ويشهد لذلك سبب انتشار الإسلام على أيدي التجار المسلمين في كثير من بقاع العالم خصوصا منطقة جنوب شرق آسيا ، ومنطقة غرب إفريقيا ؛ حيث كان التزام التجار المسلمين بالصديق في تعاملاتهم التجارية عاملا هاما جعل أهل تلك البلاد يرتاحون للتعامل معهم ، ومن ثم اقتناعهم بدين الإسلام ودخولهم فيه. وإذا تحقق الصديق ، فإن الأمانة والوفاء يتحققان تلقائيا ؛ لأنهما لازمان له.

ثالثا: الإحسان.

إن الإحسان من مقتضياته الإتقان ، وإن إتقان المسلم لعمله إنما ينبغي به وجه الله تعالى ، لذا فإنه يلتزم بأداء واجباته دون حاجة إلى رقابة ؛ لأنه يعلم أن هناك رقيبا يحاسبه ولا يغفل عنه لحظة. ومن الإحسان إتقان الشخص للعمل الموكل إليه ، فمدير المؤسسة يجب أن يتمتع بهذا الخلق السامي حتى يتفانى في إتقان إدارته للمؤسسة ، والسعي إلى أدائه على أفضل وجه ، وينتج عن هذا عدد من الإيجابيات ، منها: التزام معايير الجودة في إنتاج السلع ليس من أجل تعظيم الربح ، ولكنه يمثل في ذلك بأوامر دينه الحنيف ، كما يجتهد في بحث أفضل السبل لاستثمار حصيلة الصكوك الاستثمارية. ومن الإحسان التسامح الذي يعتبر آلية مهمة جدا في فض كثير من النزاعات ، خصوصا تلك العمليات التي تنتج عنها مديونيات ، حيث إن إحسان صاحب الحق من طرفي العقد بتنزله عن حقه له أثر كبير في حل المشاكل قبل تفاقمها ودون الحاجة للجوء إلى القضاء والذي يؤدي إلى تحمل الطرفين أعباء إضافية ، ويأتي الإيثار في درجة متقدمة.

ونظرا لأن الاقتصاد الإسلامي يجمع بين المادية والروحية ، فإن الآليات التي يكون أسرها القيم والأخلاق يمكن أن تساهم وبشكل كبير في علاج كثير من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية مما يمس جانب الأخلاق. فمخاطر الائتمان مثلا تكون ناجمة في كثير من الأحيان عن سوء خلق ، نظرا لانخفاض منسوب الوازع الديني في نفوس كثير من الناس ويأتي هذا الخلل من جانبين:

ـ المدين: عدم التزامه بالوفاء مع يسر حاله ، وتعاني المؤسسات المالية الإسلامية كثيرا من هذه المخاطر ، نظرا لعدم وجود آليات متفق عليها تردع العملاء ضعاف النفوس.

- الدائن: ويتحمل جزءاً من هذه المخاطر ، فعليه أن يفرق بين أحوال المدينين بحسب اليسر والعسر. فيمهل المعسر لقوله تعالى: ﴿وإن كان ذو عسرة فنظرة إلى ميسرة﴾ ، وهذا مما يجب أن يميز الشرط الجزائي عن الفائدة ، فقبل إنفاذ تعويض الدائن المتضرر يجب أن يعرف حال المدين: إن كان معسراً أنظر ، وإن كان موسراً عوقب.

وتمتع المدين بالقيم والأخلاق الإسلامية السامية يجعله يلتزم بمواعيد الوفاء بالالتزامات المالية دون تردد مما يزيد الثقة في نفوس الدائنين من أن أموالهم في أيدي أمينة ، وقد يحسن المدين بإحسان قضاء الدين بدون اشتراط سابق ولا تواطئ معروف ، وفي الحديث: (استقرض رسول الله ﷺ من رجل سناً فأعطاه سناً فوق سنة فقال خياركم أحاسنكم قضاءً)^(١) . والتزام الدائن بالأخلاق الإسلامية يجعله يحسن على المدين بإظهاره بل حتى التجاوز عنه في بعض الحالات بطبيب نفسه ، وهذا من شأنه أن يزيد من حرص النفوس السليمة على الالتزام بسداد الديون التي عليهم. وهذا يحل معضلة مخاطر الائتمان أو تخفف من آثارها.

هذه بعض الآثار التي تترتب على الالتزام بالقيم والأخلاق وهي كثيرة ولكننا نكتفي بهذا القدر.

ولا يخفى ما أصاب المجتمع المسلم بمختلف شرائحه من تراجع في المنسوب الأخلاقي والقيمي ، مما يحتم على الجهات المعنية أن تختار الهيئة الإدارية والعملاء بعناية ووفق معايير سليمة. وثمة إجراءات يمكن أن تقلل من فرص التعرض لهذه المخاطر ، ومن هذه الإجراءات على سبيل المثال لا الحصر:

أولاً: حسن اختيار المدير والهيئة الإدارية التي تقوم بتنظيم العملية الاستثمارية ومراقبة سير الصكوك الاستثمارية ومؤشراتها ، ويجب أن تتوفر فيهم الصفات التالية:

- أن يكون المدير ملماً بالقواعد المالية الإسلامية ، حتى لا يقع في محذور ؛ لأن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية ، وبالتالي يجب أن تدور في الإطار العام لمبادئ الشريعة والإطار الخاص للقواعد المالية الإسلامية.

- حسن سيرته من خلال شهادات تثبت صحة ذلك. وهذا يساعد في اختيار موظف يتمتع بوازع داخلي يحميه من القصور ، وإخلاص يجعله يؤدي عمله بأحسن وجه. فالخيانة إذا دخلت المشروع كان سبباً لانتهياره.

- تشريك حملة الصكوك الاستثمارية في مراقبة الأعمال الإدارية وسلوك المدير ، من خلال لجنة تمثلهم ، كما يمكن لحملة الصكوك أن يوكلوا طرفاً آخر مستقل للقيام بواجب المراقبة.

(١) البيهقي ، أحمد بن الحسين بن علي ، سنن البيهقي الكبرى. تحقيق: محمد عبد القادر عطا ، مكتبة دار الباز ، مكة المكرمة - السعودية ، د ط ، ١٤١٤هـ/١٩٩٤م ، ج: ٥ ، ص: ٣٥٢.

فحتى في الصكوك التي تصدر بصيغ يحظر على حملة الصكوك التدخل في إدارة مشاريع الاستثمار كصكوك المضاربة ، فإنه ليس ثمة ما يمنع من مراقبة حملة الصكوك لمديري المشاريع وزيادة التتبع لتتوفر لهم المعلومات اللازمة عن المشروع.

وسبق أن مخاطر الإدارة في أحد شقيه مخاطر أخلاقية ، أما الشق الآخر من مخاطر الإدارة ، فهي تتمثل في اتخاذ قرارات خاطئة بعد اتخاذ التدابير اللازمة ومن دون سوء نية. ونظرا لخطورة هذه المخاطر ، فإنه يجب استنفاد كل الوسائل للوقاية منها ، ويمكن ذلك بالإضافة إلى الخطوات السابقة من خلال:

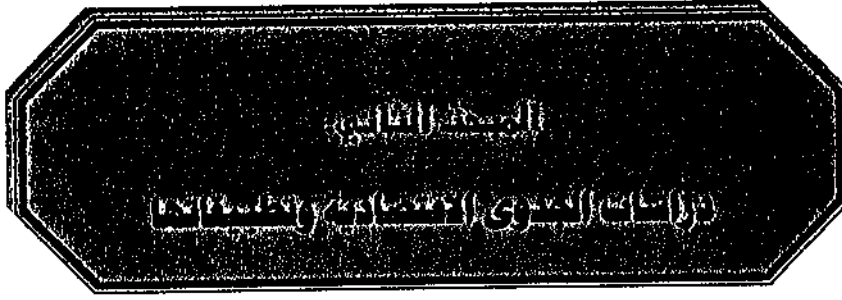
- تعيين مدير يمتلك الخبرة الطويلة في مجال عمله من الناحية الفنية حتى يتجنب إصدار قرارات خاطئة قد تؤدي بالمشروع برمته من خلال ما يمتلكه من رصيد معرفي دقيق في حقل العمل.

- تعيين لجنة مشاركين مكونة من متخصصين في المجالات الاستثمارية المختلفة التي تخص المشروع ، ومن شأنه هذا أن يعضد من إجراءات السلامة من المخاطر الإدارية وسوء الأخلاق ، حيث إن هؤلاء يأخذون صفة مستشارين ، وهذا يقلل من استبداد المدير وانفراده في اتخاذ القرارات ، وكلما كان القرار صادرا عن لجنة كلما كان احتمال كونه خاطئا ضئيلا^(١).

وتتعرض صكوك الاستصناع لنوع خاص من مخاطر الأخلاق ، وتتمثل في: خيانة الاستشاري في عملية مراقبة أطوار صناعة السلعة وتقييمها مما يؤدي إلى تعجيل الأقساط حسب إشارة المستشار قبل وصول السلعة إلى المرحلة التي يجب فيها تسديد هذا القسط. والمشكلة في هذه الحالة إذا لم يتمكن الصانع من الوصول إلى الطور الذي استلم قسطه قبل أوانه. ويمكن الوقاية من هذه المخاطر من خلال إجراءات وقائية ، كالاختيار السليم للمؤسسة المراقبة ، كما يمكن من خلال تعيين لجنة لمراقبة عملية المراقبة ، وتكون هذه اللجنة مكونة من حملة الصكوك.



(١) أبو غدة: مخاطر الصكوك الإسلامية ، ص: ٢٠.



إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية أوراق مالية ليس لها قيمة سلعية ، وإنما قيمتها بما تمثلها من أصول مالية حقيقة ممثلة في مكونات المشروع الاستثمارية. إذن فالصكوك الاستثمارية الإسلامية إنما تطرح لجمع رأس مال لإنشاء مشروع استثماري بحصيلة الاكتتاب فيها.

والمشروع *Project* الاستثماري ، هو: "فكرة محددة لاستخدام بعض الموارد الاقتصادية بطريقة محددة ولفترة محددة للوصول إلى هدف محدد على أن تزيد إيرادات المشروع على تكاليف إنشائه وتشغيله"^(١). ويكون المشروع صناعيا أو زراعيا أو حرفيا. وتتعرض المشاريع الاستثمارية لكثير من المخاطر نتيجة لعدم إعداد دراسات جدوى دقيقة قبل طرح الصكوك الاستثمارية. ويترتب على هذا نتائج سلبية كالدخول في مشاريع عالية المخاطر أو في مشاريع منخفضة العوائد ، أو دخول السوق في التوقيت غير المناسب.

وإعداد دراسات جدوى دقيقة للمشاريع الاستثمارية قبل طرح الصكوك لجمع تمويل المشروع يساهم في نجاح المشروع. وتكمن أهمية إعداد هكذا دراسات في أن:

١. ندرة الموارد الموجودة تحت تصرف المجتمع يحتم تحقيق أفضل استخدام ممكن لها والمحافظة عليها من سوء الاستخدام أو الضياع أو التلف ، وهذا لا يتأتى إلا بإجراء دراسات جدوى اقتصادية للمشروعات.

٢. مساعدة دراسات الجدوى للمشروعات في إنجاح عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وتحقيق أهدافها ؛ لأنها ستفضي إلى تقديم مشروعات سليمة.

٣. المساعدة في اتخاذ القرار بخصوص اختيار الأفضل من البدائل *The best alternative* المتاحة مما يؤدي إلى ترشيد القرار الاستثماري ، خاصة عندما تكون ميزانية الاستثمار محدودة بسبب شح مصادر التمويل.

٤. تجنب المستثمر المخاطر المحتملة التي قد يتعرض لها في حالة إهمال دراسات جدوى المشروع^(٢).

^(١) عبد الكريم ، عبد العزيز مصطفى: دراسة الجدوى وتقييم المشروعات ، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ٢٠٠٢ ، ص: ١٥.

^(٢) كداوي ، طلال محمود: الجدوى الاقتصادية للمشروعات ، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ٢٠٠٢ ، ص: ١٧.

إن مصطلح دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع قد شاع استخدامه بمستويات مختلفة ، وتتراوح هذه المستويات ما بين استخدام المصطلح بمفهوم واسع ، حيث يعني: كافة الدراسات التمهيدية والتفصيلية التي تتم على الفرص الاستثمارية منذ طرحها كفكرة استثمارية حتى الوصول إلى القرار النهائي بقبول بعض الفرص التي تكون مبررة اقتصاديا ورفض بعض الفرص التي لا مبرر اقتصادي لها. أما دراسات جدوى المشاريع بالمفهوم الضيق ، فإنها تعني: "دراسة جدوى المشروعات على مرحلة سابقة لمرحلة التقييم ومرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الاستثمارية"^(١). (تعريف دراسات الجدوى بالمفهوم التقليدي بشكل أفضل من المصادر)

وما بين المفهومين الواسع والضيق تعريف وسط يراعي الجدوى الشرعية والاقتصادية والاجتماعية للمشروعات الاستثمارية ، وهو المفهوم الإسلامي لدراسات جدوى المشاريع الاستثمارية ، الذي يعني: "الدراسة التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده: الشرعية ، الاقتصادية ، والاجتماعية ؛ لتقييم العائدات المتوقعة والتوقي أو التقليل من المخاطر الاقتصادية ومخاطر مخالفة القواعد الشرعية".

وتنوع مجالات استخدام دراسات الجدوى يجسد أهميتها كأسلوب علمي يساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية ، وتستخدم في المجالات التالية:

أولاً: إنشاء مشاريع جديدة.

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية يمكن أن تطرح لتمويل مشروع استثماري جديد ، ونظراً للغموض الذي يحيط بالمشاريع الجديدة والجهالة التي تخيم عليها ، يجب أن تسبق عملية الطرح إجراء دراسات جدوى قبل الخوض في غماره والتعرض لمخاطر كثيرة قد تؤدي بالمشروع قبل ولادته.

ثانياً: التوسعات الاستثمارية.

إن إصدار الصكوك الاستثمار لا تقتصر على تمويل مشروعات جديدة ، وإنما تصدر لتمويل توسعة وتطوير مشروعات قائمة أصلاً - كما سبق - ، وهذه المشروعات تعتبر امتداداً لمشروعات لها وجود. وقبل الإقدام على توسعتها ، يلزم إعداد دراسات جدوى دقيقة لعملية التوسعة والتطوير للتعرف على العائدات المتوقعة.

ثالثاً: الإحلال والتجديد.

قد يحتاج مصنع تجديد آلاته ومعداته ، فيصدر صكوكاً استثمارية لتمويل هذه العملية. ويجب أن يسبق عملية إصدار الصكوك الاستثمارية لتمويل هذه العملية ، إعداد دراسات جدوى

^(١) عثمان ، سعيد عبد العزيز: دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، دم، دبط، ٢٠٠٠م ، ص: ١٤.

اقتصادية لتغير معدات المصنع وآلاته والحاجة إلى ذلك ومدى ما يترتب على هذه العملية من زيادة في العائدات^(١).

إن دراسات الجدوى الاقتصادية - كما سبق - تعتمد كثيراً على أساس فكري ، ففي المشروعات التقليدية ، فإن الأساس الفكري يقوم على القيمة الحالية.

مفهوم القيمة الحالية Present Value.

ويقصد بهذا المفهوم قياس قيمة التدفقات النقدية التي ستتحقق من المشروع خلال فترة قادمة مخصصة باستخدام سعر الفائدة. ويعتمد هذا المفهوم على تأثير الزمن على قيمة التدفق النقدي متمثلاً في فوائد رأس المال ، وبالتالي فاستثمار الأموال في مشروع ما لابد وأن تقارن عوائده بما يمكن أن تغله هذه الأموال فيما لو استخدمه في مجال آخر كالادخار بفائدة^(٢).

وهنا يطرح سؤال نفسه: "هل للبعد الزمني قيمة مالية من منظور إسلامي؟". وقد ذهب بعض الباحثين إلى أن حرمة الفائدة لا يعني أنه ليس للزمن قيمة في المعاملات الإسلامية ، وقد استنبط على أن للزمن قيمة من خلال حديث الربويات الست ، فتحريم النساء في الذهب بالذهب - مثلاً - يعني أن عدالة التبادل لا تتحقق بالتساوي في النوع والمقدار فقط ، وإنما يلزم بالإضافة إلى ذلك التساوي في الزمن ، حيث ورد في الحديث (يبدأ بيد). وإن العاجل خير من الآجل ، حيث يقول: "أن المعجل خير من المؤجل إذا تساوى في كل الأمور خلا الزمن" ، وبيع السلم ، وقاعدة ضع وتعجل^(٣). ولكن هذه القيمة تقتصر على البيوع دون الديون ؛ لأنها في الديون تعتبر ربا وهو محرم. ولننظر إلى بعض الأقوال المنقولة عن الفقهاء في جواز الزيادة مقابل الأجل في البيوع. فقد ورد في المغني لابن قدامة: "وقد روي عن طاووس والحكم وحماة أنهم قالوا لا بأس أن يقول أبيعك بالنقد بكذا وبالنسيئة بكذا"^(٤). وفي نيل الأوطار للشوكاني: "وقال في مجمع الزوائد ... بأن يقول بعثك بألف نقدا أو ألفين إلى سنة فخذ أيهما شئت أنت وشئت أنا ونقل ابن الرفعة عن القاضي أن المسألة مفروضة على أنه قبل على الإبهام أما لو قال قبلت بألف نقدا أو بألفين بالنسيئة صح ذلك"^(٥).

(١) عبد العظيم ، حمدي: دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة - مصر ، ط ١ ، ١٤١٧هـ / ١٩٩٦م ، ص: ٢٥.

(٢) الأبي ، كوثر عبد الفتاح: دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - السعودية ، م: ٢ ، ج: ٢ ، ١٤٠٥هـ / ١٩٨٥م ، ص: ٩ - ١٠.

(٣) المصري ، رفيق: بيع التقسيط: تحليل فقهي واقتصادي ، دار القلم والدار الشامية ، دمشق - سوريا ، بيروت - لبنان ، د. ط ، ١٤١٠هـ / ١٩٩٠م ، ص: ٥٠. بتصرف.

(٤) ابن قدامة ، المغني ، ج: ٤ ، ص: ١٦١.

(٥) الشوكاني ، محمد علي: نيل الأوطار ، دار الجيل ، بيروت - لبنان ، د. ط ، ١٩٧٣م ، ج: ٥ ، ص: ٢٤٩.

وإذا كان للزمن قيمة في الإسلام ، خصوصاً لما ورد من أقوال الفقهاء في البيع الآجل^(١)، فإنه يمكن القول مبدئياً بأنه يجوز استخدام مفهوم القيمة الحالية ، ولما كان استخدام الفائدة كمعدل للخصم للوصول إلى القيمة الحالية غير جائز ، أمكن البحث عن وسيلة أخرى تستخدم كمعدل للخصم للوصول إلى القيمة الحالية. ومن الوسائل المستخدمة كمعدل للخصم ، منها: "تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost"^(٢).

وعلى الصعيد الفقهي ، فإن الأساس الفكري لتكلفة الفرصة البديلة مقبول في حال استخدامه كأداة لقياس عائد استخدامات الأموال في توظيفات أخرى بغرض الوقوف على جدوى الاستثمار ورفع كفاءة استخدام الأموال لأقصى درجة ، إذ إنه في حد ذاته لا يحرم حلالاً ولا يحل حراماً ، وإنما يعتبر هذا المفهوم أداة مستحدثة اقتضتها حاجة العصر لاستكمال دراسات الجدوى.

ولكن يجب الأخذ في عين الاعتبار الملاحظات التالية:

١. ينطبق مفهوم تكلفة الفرصة البديلة على الأجر والمرتب الضمني لصاحب المشروع.
 ٢. الإيجار المستحق عن العقار المملوك للمشروع.
 ٣. أعلى عائد ثابت مضمون يمكن تحقيقه باستثمار الأموال في استثمارات بديلة وهو ما لا يتوفر إلا في أعلى سعر فائدة. وهذا العائد يعتبر أيضاً من قبيل تكلفة استخدام الأموال وهو تطبيق لمفهوم رأس المال المستثمر ، وهذا يتعارض مع تحريم الإسلام للفائدة^(٣).
- وفي ظل المعطيات السابقة ، فإن الأساس الفكري الإسلامي لسعر الخصم يستند إلى:
- أ. أن منطق سعر الفائدة يعتمد على الربا المحرم والذي يتم بالإقراض بفائدة ، بخلاف الربح الذي يعتمد على عائد النشاط الحقيقي الإيجابي ، ويقول تعالى: ﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾.
 - ب. أساس القيمة الحالية: يرجع مفهوم القيمة الحالية من منظور إسلامي إلى الفرق النقدي بين سعر البيع الآجلة والسعر النقدي ، هذا الفرق الذي اعترف الفقهاء بجوازه كما هو الحال بالنسبة للبيع الآجل. والفرق يجوز في البيع الناجم عن نشاط فعلي ، ويحرم في الإقراض الناجم عن نشاط وهمي^(٤).

^(١) وللمزيد من التفصيل حول قيمة الزمن في الاقتصادي الإسلامي ، يرجى الرجوع إلى: سعد الله ، رضا: مفهوم الزمن في الاقتصاد الإسلامي ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة - السعودية ، ط: ١ ، ١٤٢٠هـ / ٢٠٠٠م.

^(٢) الأبي: دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي ، ص: ١٢.

^(٣) المرجع السابق ، ص: ١٤.

^(٤) المرجع السابق ، ص: ٢٢.

وتقتصر دراستنا هذه على مفهوم الدراسات الجدوى والدور الذي يمكن أن تقوم به في الوقاية من مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية. وللتوسع يمكن الرجوع إلى مظانه^(١). ويعتبر أساس كثير من مخاطر الاستثمار ناجمة عن عدم إعداد دراسات جدوى اقتصادية دقيقة ، مما يجعل المستثمر يصطدم بعدد من المخاطر لم تكن في الحسبان ، ومن أبرز هذه المخاطر: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية ، ومخاطر السوق ، والمخاطر السياسية ، والمخاطر البيئية.

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تتعرض لمخاطر هي في الغالب مصاحبة لصيغة التمويل التي يختارها المستثمر لتكون أساسا لإصدار صكوكه. فهو إذا معرض للوقوع في مخاطر سوء اختيار الصيغة التمويلية المناسبة. وللتقليل من فرص وقوع هذه المخاطر أو التخفيف من آثارها يجدر بالمؤسسة المصدرة للصكوك الاستثمارية التركيز - عند إجراء دراسات جدوى اقتصادية وشرعية - على اختيار الصيغة الاستثمارية الإسلامية التي يطرح بها الصكوك بعناية ، وبما يتناسب وطبيعة المشروع. فالمؤسسة التي تملك أرضا زراعية - مثلا - ، فإنه من الأفضل لها إصدار صكوك على أساس الصيغ الزراعية: المزارعة والمساقاة والمغارسة. واختياره غير هذه الصيغ المخصصة لهذا الغرض قد تكلفه أكثر. فالذي يملك أرضا زراعية ولا يستغلها أفضل له أن يستثمر الأرض المعطلة التي يمكن أن تدر عائدات عالية بدلا من أن يدفع ما لديه من سيولة نقدية للاستثمار في صيغ أخرى كالمضاربة والمشاركة ، ولا مانع من الجمع بينهما ، ولكن الأولوية لتوظيف الثروات المعطلة.

وعلى المستثمر أن يكون على علم تام بفلسفة الاستثمار في صيغ التمويل الإسلامية ؛ لأنها تعتمد على قاعدة الاشتراك في الغنم والغرم ، وهذا ما جعل الاستثمار الإسلامي يصاحبه نوع خاص من المخاطر يلزم حسن التصرف معها لضمان سلامة المشروع ، إذ تخالف هذه الفلسفة ، الفلسفة التي تقوم عليها بعض الاستثمارات التقليدية من الربح المضمون. فيجب على المستثمر أن يدخل سوق الاستثمار الإسلامي وهو مهيا ذهنيا لتحمل تبعات هذا الاستثمار.

وبناء على ما سبق ، فإنه من الضروري عند اتخاذ قرار الاستثمار وفق الصكوك الاستثمارية: تحليل عملية التمويل من منظور شرعي ، والمخاطر والعوائد المادية والاجتماعية. وذلك بمراعاة الآتي^(٢):

^(١) للمزيد حول دراسات الجدوى وفق المنظور الشرعي:

- حمدي: عبد العظيم ، دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي. (مرجع سابق).

- الأبي: دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي. (مرجع سابق)

^(٢) الصباد ، أحمد: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (الواقع والمخاطرة) ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ٢٠٠٤/١٤٢٥ هـ ، عمان - الأردن ، ص: ٧.

أولاً: عدم تمويل أي نشاط استثماري محرم شرعاً ، ويشمل ذلك: حظر التعامل مع الفوائد أخذاً وعطاءً.

ثانياً: دراسة كافة المخاطر المحيطة بالنشاط الاستثماري المطلوب تمويله والظروف المحيطة والتي تتفق فيها المؤسسات المالية الإسلامية مع التقليدية عند إجراء التحليل. وتهدف هذه الدراسة إلى تحديد المخاطر والعمل على الحد منها والسيطرة عليها مع مراعاة طبيعة الأصول المستثمرة ومدى استقرارها.

ثالثاً: دراسة العائدات المتوقعة والتي تعتمد على متغيرات إدارة النشاط الاستثماري ، سواء أكانت هذه المتغيرات في مرونة الطلب عليها أم درجة المنافسة أم الأساليب التسويقية.

رابعاً: دراسة مدى ما تساهم به عملية التمويل للنشاط الاستثماري في التنمية أخذاً في الاعتبار أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي والأولويات الإسلامية. وعليه يجب أن يكون المشروع المرشح يساهم في زيادة التشغيل واستقرار الأسعار بتحسين توزيع الدخل وإنتاج السلع والخدمات الأساسية والتي تحسن من ظروف المجتمع.

أما ما يتعلق بمخاطر السوق ، فيجب على المؤسسة الاستثمارية قبل اتخاذها القرار الأول الذي بموجبه يؤسس المشروع ، وقبل اتخاذ قرار الدخول في السوق أن تقوم بإجراء سلسلة من الدراسات من شأنها أن تخفف من مخاطر السوق.

أولاً: دراسات الجدوى الاقتصادية.

إن الخوض في أي نشاط استثماري لابد أن يسبقه إجراء دراسات جدوى اقتصادية دقيقة للمشروع المزمع الاستثمار فيه. وفي هذه الدراسة على المؤسسة أن تدرس التقلبات التي طرأت على السوق في فترات سابقة من خلال الرسومات البيانية ؛ ليستشرف المستقبل من خلال تتبع العقود الآجلة والمستقبليات. كما يجب عليه تقييم أسعار المنتجات وأداء السوق والعرض والطلب حتى يقلل من احتمال التعرض لمخاطر السوق.

ثانياً: توقيت الدخول في السوق.

إن التوقيت المناسب للدخول في السوق والخروج منه يعتبر عاملاً مهماً لحماية الأصول الاستثمارية من التقلبات الحادة ، حيث تدخل المؤسسة السوق عندما تكون أسعار منتجاتها مرتفعة ، وتنسحب منها عندما تتوقع انخفاضاً في أسعار منتجاتها.

ثالثاً: اختيار العملات.

على المؤسسة أن تختار بعناية العملات الرئيسية التي يحفظ بها مدخراته ؛ ولأن المؤسسة المدبرة للصكوك الاستثمارية تحتفظ بهذه المدخرات لفترات طويلة أحياناً ، والتقلبات المفاجئة التي تحصل في أسواق العملات ليست بأقل من تلك التي تحصل في أسواق المال. فالاحتفاظ بالمدخرات

بعملة شديدة التقلب قد تكبد المؤسسة خسائر فادحة وخلال فترات قصيرة. فالاحتفاظ بالدولار في الفترة الحالية مثلا تعتبر مخاطرة للانخفاض المستمر لسعر الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى. بخلاف اليورو (العملة الأوروبية الموحدة) التي تتمتع حتى الآن باستقرار نسبي وارتفاع سعره.

كما يمكنه تفادي المخاطر غير المنتظمة ، خصوصا المخاطر البيئية والسياسية بإجراء دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع والأخذ بعين الاعتبار السياسات المستقبلية للدولة ، وإن كان من الصعوبة التكهن بهذه السياسات ، إلا أنه ثمة مؤشرات تساعد على التنبؤ بمستقبل هذه الدولة. ومنها: نسبة الاستقرار ، أيديولوجية الدولة ، الاتجاه العام للقادة والساسة. فإذا بدت له إشارات سلبية عليه التجنب إلا إذا أسفرت نتائج الدراسة عن عائداً مغرية تجعل المستثمر مستعداً لتحمل المخاطر المتوقعة من أجلها. ومعلوم أن الاستثمار في المناطق الخطرة يتمتع بعائدات عالية تعمي المستثمر عن المخاطر التي قد تهدد ليس مشروعه فحسب ، وإنما حتى حياته.

ويجب أن تشمل دراسات الجدوى الحصول على معلومات دقيقة لمنطقة الاستثمار من الناحية البيئية والجغرافية ، خصوصا في تلك الصكوك المرتبة بالزراعة.

وعلى المستثمر في دراسات الجدوى أن يقسم مخاطر البيئة باعتبار درجة خطورتها وتعرض الاستثمارات لها إلى ثلاث مستويات:

أولاً: المخاطر التي يمكن الوقاية منها باتخاذ إجراءات السلامة ، كحماية المحاصيل الزراعية من الأمطار الموسمية ، ويمكن ذلك بتخزينها في مخازن محصنة ومعدة لذلك.

ثانياً: مخاطر لا يمكن الوقاية منها ولكن يمكن التخفيف من وقعها وأثارها كمخاطر الجفاف في المزارع التي تعتمد على الأمطار ، وهذه المخاطر لا يمكن الوقاية منها ولكن يمكن التخفيف من أثارها بتحمل أعباء إضافية ، وهي عملية السقاية باستجلاب المياه.

ثالثاً: مخاطر لا يمكن الوقاية منها ، وهي الفيضانات والزلازل ، وهذه تفوق قدرة الإنسان إن وقعت.

فالمخاطر الأولى يمكن الوقاية منها ، وإن وقعت تحمل مسؤوليتها مدير المشروع ؛ لأنه بإمكانه اتخاذ التدابير اللازمة للوقاية منها ، والثانية يجب علاجها باستخدام الوسائل اللازمة ولا يتحمل مسؤوليتها المدير ، والثالثة يجب التأمين عليها ؛ لأنه لا يمكن تفاديها ولا علاجها بالوسائل الفردية.





المطبخ الأول: الضمان وتطبيقاته

إن الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية والمصطلحات المعروفة في أدبيات الفقه الإسلامي ، كما يعتبر من الأدوات المتعارف عليها في الاقتصاد التقليدي ، إلا أنه في الاقتصاد الإسلامي مضبوط بضوابط شرعية ، ويعتبر أداة فاعلة في علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية ؛ فالصكوك التي تصدرها المؤسسات الحكومية والخاصة إن لم تكن مضمونة بطبيعة الحال لا يكتتب فيها الجمهور ، مما يجعل تغطية الصكوك بالضمانات أمراً في غاية الأهمية لضمان نجاح عملية الاكتتاب وتخصيص حصيلته. والجدير بالذكر أن كون الصكوك مضمونة لا يعني ضرورة وقوع المخاطر ؛ لأن عملية الإصدار يسبقها دراسات جدوى دقيقة ، وإنما هي في الغالب وسيلة احترازية. وللضمان أنواع متعددة يمكن الاستفادة منها في علاج مخاطر الصكوك ، ومن أبرز هذه الأنواع^(١):

- (١) الكفالة: تعني الالتزام طرف آخر تبرعا بتحمل عبء عن طرف آخر.
 - (٢) تحمل تبعه الهلاك (التعويض): هو تضمين أحد طرفي العقد نتيجة لإخلاله بشروط أو تهاون يتسبب في هلاك محل العقد ، فيضمنه الطرف المخل أو المتهاون ، كما هو الحال في المضاربة حيث يضمن رأس مال المضاربة في حال تعديه.
 - (٣) الالتزام بالقول: حيث توجب القواعد المالية الإسلامية الالتزام بالقول من جانب الملتزم في حال إلزامه نفسه ، وهو ما يعرف بـ: "الوعد الملتزم" ، و "التبرع الملتزم"^(٢).
- ويمكن الاستفادة من جميع الأنواع السابقة للضمان في مجال علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، إلا أنه قبل معرفة كيفية الاستفادة منها في هذا المجال يلزم التقيد بالضوابط التالية^(٣):

^(١) أبو زيد ، محمد عبد المنعم: الضمان في الفقه الإسلامي ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة - مصر ، ط: ١ ، ١٤١٧هـ/١٩٩٦م ، ص: ٢٠.

^(٢) المعايير الشرعية ، ص: ١٣٧.

^(٣) المرجع السابق ، ص: ٦١ وما بعدها.

(١) اشتراط الضمان مشروع في عقود المعاوضات ، مثل: البيع ، وفي الحقوق ، مثل: الملكية الفكرية ، ولا مانع من الحصول على أكثر من ضمان ، كالجمع بين الكفالة والرهن.

(٢) لا يجوز اشتراط عقد الضمان بمعنى الكفالة أو الرهن في عقود الأمانة ، مثل: عقد الوكالة. وعليه فلا يمكن الإفادة من الضمان في صكوك الوكالة بالاستثمار وصكوك المضاربة على إطلاقه ، وذلك لمنافاتها مقتضى تلك العقود التي تقوم على أساس الأمانة. ولكن يمكن الإفادة من الضمان في هذه الصكوك إذا اقتصر على حال التعدي أو التقصير أو المخالفة ، سواء أكان الضمان للقيمة الاسمية أو الأرباح ولا يجوز تسويقها على أساس أنها استثمار مضمون.

هذا ، ووفق الضوابط العامة السابقة يجوز الإفادة من الضمان في مجال علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية مع مراعاة الضوابط الخاصة بكل نوع.

أولاً: الضمان بمعنى الكفالة.

الكفالة تعني: التزام ضم الذمة إلى الذمة. وهي مشروعة بالقرآن والسنة والإجماع ، فمن القرآن الكريم: ﴿ولمن جاء به حمل يعير وأنا به زعيم﴾^(١). ومن السنة: حديث سلمة بن الأكوع ، قال: كنا عند النبي ﷺ فأتني بجنزة ، فقالوا يا رسول الله صل عليها. قال: (هل ترك شيئاً؟) قالوا: لا. قال: (هل عليه دين؟) قالوا: ثلاثة دنائير ، قال: (صلوا على صاحبكم) ، فقال أبو قتادة: صل عليه يا رسول الله وعليّ دينه ، فصلى عليه^(٢). وفي رواية: "أنا أتكفل به"^(٣). والكفالة: من عقود التبرع ، لذا اختلف الفقهاء في حكم الكفالة بأجر.

والكفالة تدعو إليها حاجة الناس لتسهيل التعامل بينهم ، ولا سيما عند عدم المعرفة السابقة بالعملاء ، ولهذا الدور الذي تقوم به الكفالة يمكن الإفادة منها في تفادي مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية. ويخضع الإفادة منها لضوابط خاصة ، هي^(٤):

أ. لا يجوز أخذ الأجرة ولا إعطاؤها مقابل مجرد الكفالة مطلقاً ؛ لأنها من المعروف ، وأنها استعداد للإقراض (بالدفع والرجوع على المكفول) فلم يجز أخذ المقابل عن ذلك ؛ لأن الإقراض نفسه لا يجوز أخذ عوض عنه وهو الربا^(٥). ويحق للمكفيل استيفاء المصروفات

(١) سورة يوسف ، الآية: ٧٢.

(٢) البخاري: صحيح البخاري ، ج: ٢ ، ص: ٨٠٠.

(٣) ابن ماجه: السنن ، ج: ٢ ، ص: ٨٠٤.

(٤) المعايير الشرعية ، ص: ٦٣ وما بعدها.

(٥) المرجع السابق ، ص: ٧٤.

الفعلية للكفالة ، ولا يلزم المؤسسة الاستفسار عن كيفية الحصول على الكفالة المقدمة إليها من العميل.

ب. يجب أن تكون الكفالة معلومة.

ج. إذا كانت المؤسسة تدير العمليات على أساس المضاربة أو المشاركة أو وكالة الاستثمار ، فلا يجوز لها أن تتكفل ؛ لأن ذلك يؤدي إلى ضمان المضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار لرأس مال المستثمرين ، وهو ممنوع شرعا ؛ لأن أيديهم يد أمانة. ويمكن الإفادة من الضمان بمعنى الكفالة في توثيق المعاملات الآجلة ، فتشترط المؤسسة على العميل تقديم كفيل أو أكثر ، لضمان مديونياتها عليه. وإذا رفض العميل شرط توفير كفيل في العقد الآجل المبرم بينهما ، فإنه يحق للمؤسسة مقاضاته لإلزامه بذلك ، أو فسخ العقد^(١).

فصكوك السلم - مثلا - تصدر على أساس صيغة السلم التي يعجل فيها النقد ويؤجل البذل ، فمُصدّر الصك يجب أن يكون في محل ثقة لمشتري صكوك السلم ؛ لأن عدم توفر الثقة فيه يعني الاكتتاب في صكوك عالية المخاطر ، فقد تنعدم فيها القيمة الاسمية فضلا عن العوائد - لأسباب يمكن تفاديها - في حال عدم التزام مصدر الصكوك بتوفير بضاعة السلم في التاريخ المتفق عليه أو عدم تسليمها كلية. ولتفادي هذا النوع من المخاطر يجب على المكتتبين أن يتشروطوا وجود كفيل في حال إخلال مصدر الصكوك بالتزاماته. ففي صكوك السلم التي تصدرها أحد المرافق الحكومية يمكن أن تتكفل الحكومة المركزية بتوفير سلعة السلم في حال عدم التزام مصدر الصكوك بالتزاماته. أما في حال كون المصدر شركة أو جهة خاصة فلا بد من كفيل.

وتعتبر الكفالة من أهم الآليات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الائتمان وتقلل من فرص وقوعها. وتعتمد المؤسسات المالية التقليدية على الكفالات التجارية وهو ما يعرف بـ: (الكفالة بالأجر) ، وقد ورد في المعايير الشرعية عدم جواز الكفالة التجارية^(٢). ونظرا لعدم جواز الكفالة التجارية ، فإن طرفا ثالثا فقط يمكنه أن يقدم كفالة على أساس التبرع مقابل رسم خدمة لا يزيد عن المصروفات الفعلية لتقديم الكفالة^(٣).

ثانيا: الضمان بمعنى التعويض وتحمل تبعة الملاك.

والضمان بهذا المعنى له شواهد في كتب الفقه. ففي الأم للشافعي: " ولو أمره أن يُكرها (الدابة) ممن يركب بسرج فأكرها ممن يركبها بلا سرج فعطبت ضَمَن ؛ لأنه معروف أن السرج

(١) المعايير الشرعية ، ص: ٦٤.

(٢) المعايير الشرعية ، ص: ٦٣.

(٣) المصدر السابق ، ص: ١٥٣.

أوقى لها^(١) . وقال ابن قدامة المقدسي في المغني: "والوكيل إذا خالف ، فهو ضامن"^(٢) . نلاحظ أن الضمان بهذا المعنى يمكن الإفادة منه في علاج أي ضرر يلحق بالصكوك نتيجة لعدم التزام أحد الأطراف ببنود العقد كالخيانة ، حيث يحمل المتسبب في الضرر المسؤولية نتيجة لعدم التزامه بالشروط المتفق عليها ، وكثيرا من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية تأتي من الطرف الثاني وهو مصدر الصكوك في حال عدم التزامه ببنود العقد والشروط المتفق عليها .

وقد علمنا - مما سبق - أن المخاطر الإدارية تكون بشكل أساسي نتيجة لتقصير مدير الاستثمار . فمدير الاستثمار عندما يتخذ قرارا استثماريا أو ماليا غير مدروس ، فإنه يؤدي إلى إحداث خلل في المركز المالي للمشروع الاستثماري بتعريضه لخطر أكثر احتمالا في الوقوع ، والذي يؤدي إلى تعرض الصكوك لخسائر مالية . وتنتج المخاطر الإدارية أيضا نتيجة لعدم اهتمام المدير باتخاذ تدابير السلامة اللازمة ، كعدم تثبيت أنابيب إطفاء الحرائق ، أو عدم التزام قواعد حفظ المواد الكيميائية ، أو عدم توفير المراقبة والحراسة حول المشروع ، وأجهزة إنذار ضد المخاطر . وغير ذلك من الثغرات التي تسبب في تعرض المشروع للمخاطر التي يمكن تفاديها باتباع التدابير اللازمة . فالمدير حينئذ يكون مسؤولا عن ما يحدث من ضرر للمشروع ، وبالتالي يكون ضامنا نتيجة لتقصيره . ويقول إمام دار الهجرة في المدونة الكبرى عند حديثه عن السفينة: "فالريح تغلب أن يصرفوها أو يعدلوا فلا أرى عليه شيئا . إلا أن يكون يعلم أن النوتي لو شاء أن يصرفها صرفها فإن لم يصرفها وهو يقدر على ذلك ضمن"^(٣) .

وفي حالة صكوك الإجارة مثلا ، فإن المؤجر هو الضامن الأول للعين المؤجرة ، والمستأجر أمين ، فلا يضمن ما لم يكن متعديا . أما إذا كان المستأجر متعديا ، فإنه يتحمل تبعات ما يلحق بالعين من مخاطر نتيجة التقصير فقط^(٤) . فهنا يمكن تقسيم تحمل نفقات الصيانة إلى قسمين:

- القسم الأول: ما يتعلق بالضرر الذي يحصل للأصول نتيجة الاهتلاك بمرور الزمن ، أي أن الإهمال والتعدي ليسا سببا في هلاكها أو تضررها ، وإنما تنهالك نتيجة لتكرار الاستعمالات الاعتيادية . ويتحمل نفقات الصيانة في هذه الحالة المؤجر ، كما يتحمل مصروفات الصيانة الأساسية التي يتوقف عليها وجود المنفعة ، كمصروفات التأمين^(٥) .

القسم الثاني: يتحمله المستأجر ، وهو الهلاك الذي يكون سببه التعدي أو التقصير من قبل المستأجر ، كالمستأجر لسيارة نقل ، فإنه يضمنها إذا تعطلت نتيجة لتحميلها أكثر مما ورد في العقد

(١) الشافعي: الأم ، دار المعرفة ، بيروت - لبنان ، ط: ٢ ، ج: ٤ ، ص: ١٣٥ .

(٢) ابن قدامة: المغني ، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي ، وعبد الفتاح محمد الحلو ، دار عالم الكتب ، الرياض - السعودية ، ط: ٤ ، ١٤١٩ هـ / ١٩٩٩ م ، ج: ٤ ، ص: ١٤٤ .

(٣) مالك: المدونة الكبرى ، دار صادر ، بيروت - لبنان ، ط: ١ ، ج: ١١ ، ص: ٤٩٢ .

(٤) المعايير الشرعية ، ص: ٦٢ .

(٥) المرجع السابق ، ص: ٦٢ . بتصرف .

ومن ذلك ما أورده الشافعي في الأم ، حيث يقول: " إذا اكترى منه بعيرا على أن يحمل عليه وزنا من شيء بعينه فحمل عليه وزنه من شيء غيره. فإن كان الشيء الذي حمل عليه يخالف الشيء الذي شرط أن يحمله حتى يكون أضر بالبعير منه فتلّف ضمن"^(١) . والمستأجر لمبنى مثلا لأي غرض كان ، فتعرض المبنى لحريق مع وجود بند في العقد يمنع إيقاد النار فيه ، فهو يضمن^(٢). وفي المدونة: "أرأيت إن أكريت داري واشترطت عليهم أن لا يوقدوا في داري نارا فأوقدوا فيها نارا لخبزهم وطبخهم فاحترقت الدار ، قال: أراهم ضامنين إن احترقت الدار"^(٣). وبين القسمين جد فاصل يحدده المتخصصون وفق معايير فنية يفترض أن تكون من بنود العقد الموقع بين الطرفين.

ثالثا: الضمان بمعنى الالتزام بالقول.

ويمكن الاستفادة من الضمان بهذا المعنى لتفادي مخاطر عدم التزام العميل بالوعد ، في حال صكوك المراجعة للأمر بالشراء. ومعلوم أن من أشد المخاطر التي تتعرض لها هذه الصكوك عدم التزام العميل بالوفاء بالتزاماته بعد شراء المؤسسة للسلعة ، وخصوصا لو كانت هذه السلعة وفق مواصفات خاصة بالأمر بالشراء. فالوعد هنا ملزم ، وبالتالي ، فإن العميل يضمن ما يلحق بالمؤسسة من أضرار نتيجة عدم التزامه بالوعد الذي قطعه على نفسه. وقد سبق أن مجمع الفقه الإسلامي قرر ذلك.

كما أن التبرع يكون ملزما للمتبرع في حال كونه طرفا ثالث خارجا عن العملية الاستثمارية ، فيجوز لطرف ثالث أن يضمن رأس مال المضاربة تبرعا. وبالتزام الطرف الثالث المستقل بالتبرع بالقيمة الاسمية للصكوك يدخل في إطار اصطلاح الفقهاء: "التبرع الملزم"^(٤). وخصوصا أن تعرض هذه الصكوك للمخاطر ضئيلة نوعا ما ؛ لأنه يسبق إصدارها إجراء دراسات جدوى اقتصادية دقيقة ، وتصدرها جهات سيادية.

كما يمكن الاستفادة من الضمان بهذا المعنى في جواز التزام المؤسسة بالاكتتاب فيما يبقى من صكوك استثمارية مطروحة تصدرها مؤسسة أخرى بعد انتهاء فترة الطرح ، على أن يكون بالقيمة المعروضة ومن دون مقابل عن الضمان ، مع جواز حصول الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان ، مثل: إعداد الدراسات أو تسويق الصكوك الاستثمارية^(٥).

(١) الشافعي: الأم ، ج: ٤ ، ص: ١٨.

(٢) الديوب ، إبراهيم فاضل: ضمان المنافع دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي والقانون المدني ، دار عمار ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٤١٧هـ/١٩٩٧م ، ص: ٣١.

(٣) مالك: المدونة الكبرى ، ج: ١١ ، ص: ٥١٦.

(٤) أبو زيد: نحو تطوير نظام المضاربة في المصارف الإسلامية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة - مصر ، دط ، ١٤٢٠هـ/٢٠٠٠م ، ص: ١٣٩.

(٥) المعايير الشرعية ، ص: ٦٨.

تعتبر الضمانات بمختلف أنواعها آلية مهمة من آليات الوقاية من مخاطر الائتمان ، فمن أنواع الضمانات التي يمكن الاستفادة منها الرهن ، فالقواعد المالية الإسلامية تجيز رهن الأعيان ، كما تجيز بيع الرهن لتسييله ، ويحق للمؤسسة أن تشترط على العميل بيعه لأجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء^(١). ووفقا للقواعد المالية الإسلامية ، فإن الدين المستحق على طرف ثالث أو السلع القابلة للهلاك أو أي شيء آخر لا يتوافق مع القواعد المالية الإسلامية لا يجوز الاستعانة بها كضمانات. وبالمقابل ، يمكن استخدام النقود والأصول العينية كالذهب والفضة والمباني والمقتنيات والصكوك الاستثمارية كضمانات للتحصن ضد مخاطر الائتمان^(٢).

أما المخاطر التي تتعرض لها صيغة الاستصناع من عدم صناعة البسطة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة ، سواء أكانت المخالفة لمعايير الجودة ، أو للمعايير التي طلبها المستصنع. ويمكن تفادي هذا النوع من المخاطر من خلال توسيط مؤسسة مختصة في هذه المجالات ، حيث تقوم بعملية مراقبة مراحل سير الصناعة والتأكد من مطابقتها للمعايير المتفق عليها ، وهذا في صالح المستصنع ، كما تقوم بدور آخر ، حيث تسلم الصانع المبلغ المتفق عليه بالتقسيط وفق مراحل سير العمل ، وهو في صالح الصانع.

إن من المخاطر الجوهرية التي تتعرض لها صيغة الإجارة عدم القدرة على التحديد الدقيق لنفقات صيانة الأصول المؤجرة بأعيانها أو منافعها التي تكون بعضها غير معلومة عند العقد. فنفقات الصيانة الجوهرية ، وبخاصة ذات التكاليف العالية يمكن الوقاية منها عن طريق تأمين الأصول المؤجرة ، وقسط التأمين يحول الكلفة غير المعروفة إلى كلفة مقدرة محسوبة منذ إنشاء عقد التأمين ، مما يجعل من تأثير عامل عدم التوقع في نفقات الصيانة ضئيلا ، وبذلك يمكن إخضاعه لمبادئ التوقع الطبيعي ، واحتساب سعر له ، بمثابة هامش ، يضاف إلى الإيراد المرغوب فيه للصك ليقابل عنصر المخاطرة المتعلق بالصيانة^(٣).

(١) المعايير الشرعية ، ص: ٣٤.

(٢) خان: إدارة المخاطر ، ص: ١٤٨.

(٣) قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة ، ص: ٧١.

المطلب الثاني: التأمين وتطبيقاته

إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود مؤصل في الفقه الإسلامي ، وإن كان الفقهاء قد تطرقوا لمعناه عند حديثهم عن الضمان ، إذ إن التأمين نوع من أنواع الضمان. فقد قال الفقهاء : "نوع من ضمان وتعهد من الأجنبي بالنسبة إلى النفس والمال إزاء مال معين"^(١). إلا أن هذا الربط فيه تكلف وحمل للنصوص ما لا يحتمل ، فالضمان الذين تحدث عنه الفقهاء يختلف عن التأمين ؛ لأن الضمان - بمعناه الاصطلاحي - لا يكون بمقابل ، والتأمين في صورته المباحة: مساهمة بين أفراد على أساس تعاوني ، فهي أقرب إلى شركة تعاونية منه إلى الضمان. ولعل عدم تطرق كتب التراث الإسلامي لهذا العقد بحلته وتفصيله المعاصرة كان السبب الأساسي في تأجج الخلاف بين المعاصرين^(٢).

وفي قرارٍي المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي ما يغني عن مناقشة الآراء الواردة في هذا الصدد ، للانطلاق منه في دراسة الموضوع.

أولاً: المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي.

فقد بحث المجمع الفقهي في مسألة التأمين التجاري في دورته المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من: ٣/٢٥ إلى ١٣٩٩/٤/٤ هـ ، وقرر ما يلي:

"قرر المجلس بالأكثرية تحريم التأمين التجاري بجميع أنواعه سواء أكان على النفس أم البضائع التجارية أم غير ذلك من الأموال.

كما قرر بالإجماع الموافقة على قرار مجلس هيئة كبار العلماء جواز التأمين التعاوني بدلا من التأمين التجاري المحرم والمنوه عنه آنفا ، وعهد بصياغة القرار إلى لجنة خاصة.

وقد اتخذت اللجنة المكلفة بصياغة القرار والمشكلة من أصحاب الفضيلة الشيخ عبد العزيز

بن باز والشيخ محمد محمود الصواف والشيخ محمد عبد الله السبيل القرار التالي:

(١) الصافي ، علي السيد عبد الحكيم: الضمان في الفقه الإسلامي: أسبابه ومجالاته في العقود - دراسة مقارنة ، مطبعة الأدب ، النجف الأشرف - العراق ، د.ط. ، ١٩٦٦ ، ص: ٢٣٧.

(٢) يرجى مراجعة الكتب التالية للوقوف على آراء الفقهاء في التأمين التجاري وأدلتهم:

- شرف الدين: عقود التأمين وعقود ضمان الاستثمار (واقعها الحالي وحكمها الشرعي) ، ص: ٧٩.
- عليان ، شوكت محمد: التأمين في الشريعة والقانون ، دار الشواف للنشر والتوزيع ، الرياض - السعودية ، ط: ٣ ، ١٤١٦ هـ / ١٩٩٦ م ، ص: ٤٥.

"بعد الدراسة الوافية وتداول الرأي في ذلك ، قرر مجلس المجمع الفقهي بالإجماع - عدا فضيلة الشيخ مصطفى الزرقاء - تحريم التأمين التجاري بجميع أنواعه سواء أكان على النفس أو البضائع التجارية أو غير ذلك..."^(١).

ثانياً: مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي.

بحث المجمع في دورته الثانية المنعقدة بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية في الفترة ما بين ١٠ إلى ١٦ ربيع الثاني ١٤٠٦ هـ ، الموافق: ٢٢ إلى ٢٨/١٢/١٩٨٥ م التأمين وإعادة التأمين. وقرر ما يلي:

١. إن عقد التأمين التجاري ذا القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد ؛ ولهذا هو حرام شرعاً.
 ٢. إن العقد البديل الذي يحترم أصول التعامل الإسلامي هو عقد التأمين التعاوني القائم على أساس التبرع والتعاون ، وكذلك الحال بالنسبة لإعادة التأمين القائم على أساس التأمين التعاوني.
 ٣. دعوة الدول الإسلامية للعمل على إقامة مؤسسات التأمين التعاوني ، وكذلك مؤسسات تعاونية لإعادة التأمين ، حتى يتحرر الاقتصاد الإسلامي من الاستغلال ومن مخالفة النظام الذي يرضاه الله لهذه الأمة^(٢).
- وبموجب هذين القرارين - اللذين يختصران لنا طريق الدراسة من خلال عدم التطرق لتفصيل الخلافات في الموضوع - بموجبها لا يمكن الاستفادة من التأمين التجاري في تأمين الصكوك الاستثمارية الإسلامية ضد المخاطر ، وإنما يجب الاتجاه إلى شركات التأمين التعاوني الإسلامي.

طبيعة التأمين التعاوني:

إن التأمين التعاوني بشكل عام يقوم على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلا من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده.

ويكون ذلك بإيجاد رصيد مشترك يساهم فيه كل من يتعرض لخطر معين ، ومنها المخاطر الاقتصادية في أوساط المستثمرين ، بحيث يتم تعويض من يتعرض للخطر من الرصيد. فالعضو المستامن في مثل هذا النوع من التأمين يطلب الضمان من مجموعة من الأعضاء المشتركين معه

^(١) شبير ، محمد عثمان: المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٤١٦ هـ / ١٩٩٦ م ، ص: ١١٨.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ١١٩ ، نقلا عن: أعمال الندوة الفقهية الأولى لبيت التمويل الكويتي ، ١٩٨٧ م ، ص: ١٩٣.

في التأمين ، وفي الوقت نفسه يضمن معهم لغيره من أعضاء المجموعة أخطارها^(١) وهذا أساس فكرة التأمين التعاوني الإسلامي. وقد عرف التأمين الدكتور وهبة الزحيلي بقوله: "هو أن يتفق عدة أشخاص على أن يدفع كل منهم اشتراكا معيناً لتعويض الأضرار التي قد تصيب أحدهم إذا تحقق خطر معين"^(٢).

إلا أن التأمين التعاوني - كما التأمين التجاري - أخذ أبعاداً أوسع من هذا المفهوم البسيط ، حيث عرف ما يسمى بالتأمين التعاوني المركب ؛ وذلك نظراً لاتساع دائرة المشتركين وزيادة نسبة الأخطار.

وتقوم فكرة التأمين التعاوني المركب على أساس إيجاد جهة أخرى - غير المؤمنين - تدير العمليات التأمينية على أساس الوكالة بأجر معلوم. ويعرف التأمين المركب بأنه: "عقد تأمين جماعي ، يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ معين من المال على سبيل التبرع ، لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل والتضامن عند تحقق الخطر ، تدار فيه العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة على أساس الوكالة بأجر معلوم"^(٣).

فدور الشركة في التأمين التعاوني المركب هو إدارة العمليات التأمينية اكتتاباً وتنفيذاً لتعذر قيام المستأمنين أنفسهم بهذه العمليات ؛ لكبر عددهم. فتقوم الشركة بالتعاقد مع المستأمنين ، حيث تستوفي منهم أقساط التأمين ، وتدفع للمتضررين منهم ما يستحقونه من تعويض وفق معايير وأسس خاصة بذلك ، بالإضافة إلى جميع الأعمال التي تتطلبها العمليات التأمينية ، وكل ذلك بوصفها وكيلة عن المستأمنين بأجر معلوم. أما أقساط التأمين التي تستوفي من المستأمنين ، فإنها تكون من حيث المقدار ما يكفي عادة لتغطية التكاليف التشغيلية ، ودفع التعويضات ، ورصد ما يلزم من الاحتياطات بأنواعها المتعددة. ولتحديد الأقساط تستخدم قواعد الإحصاء المخصصة لهذه الأغراض^(٤).

الإفادة من التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

يتعين على المؤسسة عند اتخاذها القرار بتأمين أصولها ، فإنها عليها الاختيار بدقة شركات التأمين التي يمكن أن تؤمن ضد هذه يود التحصن ضدها ، أو يرتب المخاطر بحسب كلفة تأمينها لارتفاع تكاليف التأمين ضدها. فالمخاطر التي تنجم عن اتخاذ الدولة لسياسة معينة كالتأمين مثلاً يعني هلاك أصول الصكوك الاستثمارية ؛ كما أن مخاطر الحروب أيضاً تؤدي إلى مخاطر

^(١) ملحم ، أحمد سالم: التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركة التأمين الإسلامية (الأردن) ، دن، عمان - الأردن ، ط: ١ ، ١٤٢٠هـ / ٢٠٠٠م ، ص: ٥٨.

^(٢) الزحيلي ، وهبة: الفقه الإسلامي وأدلته ، دار الفكر للطباعة والتوزيع والنشر ، دمشق - سوريا ، ط: ٢ ، ١٤٠٥هـ / ١٩٨٥م ، ج: ٤ ، ص: ٤٤٢.

^(٣) ملحم: التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركة التأمين الإسلامية (الأردن) ، ص: ٧٨.

^(٤) المرجع السابق ، ص: ٧٩.

الأصول الاستثمارية التي تمثلها الصكوك. كما يتعين عليها أن تضع في عين الاعتبار آثار المخاطر المحتمل وقوعها ودرجة الاحتمالية. ونظرا لعدم امتلاك مؤسسات التأمين المحلية القدرة على التأمين ضد المخاطر ، فإن أمام المؤسسة خياران:

- **الخيار الأول:** أن تكتتب المؤسسة لدى مؤسسة تأمين محلية لتقوم هذه المؤسسة بإعادة التأمين لدى شركات التأمين التي تتمتع بصفة دولية. وحسب علم الباحث ، لا توجد مثل هذه المؤسسات تعمل وفق التأمين الإسلامي إلا المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية. وهذه المؤسسة بصيغتها الدولية وسيادتها قادرة على التأمين ضد المخاطر السيادية التي تنجم عن الدولة نتيجة لتغيير سياساتها. كما تؤمن ضد مخاطر الحروب ، وهذه المخاطر تؤرق المستثمرين في الدول التي تجري فيها الحروب.

- **الخيار الثاني:** أن تكتتب المؤسسة المديرة للصكوك رأسا لدى المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادات.

وبقصد بعملية إعادة التأمين: "قيام شركة التأمين المباشرة بتأمين الخطر المؤمن منه كليا أو جزئيا والذي يفوق قدراتها المالية لدى إحدى شركات إعادة التأمين الكبرى ذات الملاءة المالية العالية".

وبموجب إعادة التأمين تلتزم شركة التأمين المباشرة بدفع جزء من أقساط التأمين المستحقة لها من المؤمن لهم لمعيد التأمين ويلتزم معيد التأمين بتحمل حصة من المخاطر بالنسبة نفسها التي اقتسم بها مع شركة التأمين المباشرة أقساط التأمين.

- **وصورة ذلك:** إذا تعرض أحد المشتركين في شركات التأمين الإسلامي لمخاطر أكبر من المقدرات المالية لشركة التأمين المباشرة ، فإنها تغطي الجزء المستطاع من المخاطر ، وترجع الجزء الآخر إلى شركة إعادة التأمين بقصد توزيع الخطر بين الشريكين.

ويرجع أسباب إعادة التأمين إلى:

أولا: عجز شركات التأمين الإسلامي المباشرة عن التأمين على الممتلكات ذات القيمة المالية الضخمة كتأمين الصكوك الاستثمارية التي تمول بها المصانع والطائرات والسفن ، ولا شك أن تأمينها بشكل كلي يفوق المركز المالي للشركة المباشرة.

ثانيا: زيادة الطاقة الاستيعابية لشركات التأمين المباشرة في مجال قبول الأخطار لزيادة كسبها^(١).

^(١) ملحق: دور التأمين الإسلامي في تقليل المخاطر في المصارف الإسلامية ، ص: ١٤.

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. وتتمثل هذه الأصول في:

- المباني: فيشمل التأمين مباني المشروع الاستثماري والفروع التابعة لها كما يشمل المباني محل الاستثمار في حال صكوك إجارة مباني سكنية أو دكاكين تجارية مثلاً.

- الأثاث واللوازم: ويشمل أثاث المكاتب وموجودات المستودعات ورؤوس الأموال المتمثلة في آلات ومعدات المصانع ، وتعتبر هذه من أهم الموجودات. ففي حال صكوك المشاركة التي تصدر لتمويل إنشاء مصنع للتعليب مثلاً. تعتبر أصولها - التي يعتمد العائد عليها - مجموعة الآلات والمعدات التي تقوم بصناعة المنتجات لبيعها وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك. وتأمين هذه المعدات يعني حماية المشروع من مخاطر الأصول المالية^(١).

كما أنه في صكوك الإجارة التي تصدر لتمويل شراء طائرة واستخدامها في تسيير رحلات سياحية تقوم شركات التأمين بتأمين هذه الطائرة - التي تعتبر أصل الصكوك - ضد تبعات المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الطائرة من تحطم أو أعطال أو حتى صيانة دورية. ويعتبر تأمين وسائل النقل ، وخصوصاً الطائرات والسفن مهماً جداً ، لارتفاع معدلات احتمال تعرضها لمخاطر مختلف الحوادث. وهكذا ، فإن التأمين يقوم بدور كبير في التقليل من تبعات المخاطر والتخفيف من آثارها. لأن عدم تأمين الطائرة المتحطمة يعني تحمل حملة الصكوك كامل الخسائر وهي جسيمة.

- كما يمكن الاستفادة من التأمين في صكوك المراجعة ، حيث تعتبر المراجعة من أكثر الصيغ استخداماً في المؤسسات المالية الإسلامية. وينقسم نشاط المراجعة إلى: مراجعة داخلية وهي التي تتم في إطار منطقة جغرافية واحدة ، وأخرى مراجعة خارجية ، وهي التي تكون فيها البضاعة عابرة للحدود في حال استيرادها من خارج الدولة.

وبالطبع ، فإن عملية الاستيراد محفوفة بالمخاطر التي قد تؤدي إلى هلاكها أو تضررها بشكل كلي أو جزئي. لذا ، فإن المؤسسات المصدرة للصكوك يجب أن تؤمن على تلك البضائع ضد مخاطر النقل البر والبحري والجوي. وبذلك تجنب نفسها تحمل أعباء مخاطر الهلاك لتلك البضائع من خلال التأمين. فبدلاً من أن تتحمل المؤسسة المصدرة لصكوك المراجعة وحدها كل التبعات المالية لتلك المخاطر حال وقوعها ، فإنها لا تتحمل إلا جزء يسيراً من تبعاتها يتمثل بقسط التأمين

^(١) ملحم ، أحمد سالم: دور التأمين الإسلامي في تقليل المخاطر في المصارف الإسلامية ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان - الأردن، ١٤٢٥هـ / ٢٠٠٤م، ص: ٥. يتصرف

ثانياً: تأمين الاستثمار ضد المخاطر القطرية ، خاصة مخاطر القيود على تحويل النقد الأجنبي ، أو نزع الملكية ، أو الحروب ، أو الاضطرابات المدنية.

ويمكن للمؤسسات المصدرة للصكوك الاستثمارية أن تلجأ إلى المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات لتأمين الصكوك التي تصدرها ضد المخاطر التي تتعرض لها ؛ لأن هذه المؤسسة تعني بتأمين الاستثمارات ضد المخاطر القطرية ، خاصة مخاطر القيود على تحويل النقد الأجنبي أو نزع الملكية ، أو الحروب أو الاضطرابات المدنية ؛ لأن شركات التأمين المحلية قدرتها التأمينية محدودة للتأمين ضد هكذا مخاطر. وكون المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات ذات صبغة دولية تعطيها القدرة على التعامل مع المخاطر السيادية القطرية الناجمة عن سياسات دول وحكومات كنزع الملكيات.

وقد سبق ، أن المخاطر السياسية التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك الاستثمارية نتيجة انتهاج سياسة معينة من قبل الدولة ، سواء أعلق الأمر بالسياسة الاقتصادية أو سياسة نظام الحكم تعتبر مخاطر سيادية ؛ لأن مصدرها جهة سيادية يصعب ملاحقتها قضائياً ، وبالتالي يصعب التحكم أو حتى التنبؤ بها. إلا أن المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات بحكم صبغتها الدولية قادرة على تأمين هكذا مخاطر.

ومما يعطي هذه المؤسسة الميزة ، أنها تغطي ما نسبته (٩٠ %) من المخاطر التي يتعرض لها المؤمن.

ويمكن أن تؤمن المؤسسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية ضد مخاطر الحروب والاضطرابات السياسية. ونظراً لارتفاع تكاليف تأمين مثل هذه المخاطر ترغب عنها كثير من شركات التأمين المحلية. وبحكم كون المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات ذات صبغة دولية وعلاقات واسعة مع شركات تأمين دولية تتعامل معها في إطار قواعد الشريعة الإسلامية في إعادة تأمين هذه الصكوك ، فإنها كفيلة بتقديم العلاج الناجع.

ويعتبر التأمين وسيلة ناجعة للتخلص من آثار مخاطر السوق الناجمة عن تقلبات الأسعار. فلمؤسسة الاستثمارية أن تشترك في شركات التأمين الإسلامي لتجنب آثار هذه التقلبات. وحيث إن المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات تؤمن الاستثمارات ضد مخاطر سعر الصرف ، فإن المؤسسة الاستثمارية يمكنها أن تكتتب فيها للوقاية من مخاطر سعر الصرف التي تعتبر شديدة التأثير بالعوامل الخارجية والعبارة للحدود. كما أن المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتمان الصادرات تقوم بتأمين البضاعة المستوردة من الخارج من المخاطر التي تتعرض لها البضاعة أثناء النقل ، فعلى المؤسسة المصدرة للصكوك أن تكتتب فيها ، فيما لو كانت المؤسسة تقوم باستيراد البضاعة من الخارج.

المطلب الثالث تكوين الاحتياطات النظامية وتطبيقاته

تقوم فكرة تكوين الاحتياطات النظامية على نفس الأساس الفكري للتأمين التعاوني - الذي سبق الحديث عنه - من حيث إنها قائمان على أساس اشتراك أفراد في دفع أقساط متساوية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها ، إلا أن تكون الاحتياطات النظامية المحلية يكون محدود النطاق وبين أفراد يشتركون في نشاط استثماري واحد. وبذلك يكون نوعاً من أنواع التأمين التعاوني البسيط ، ويقوم هذا المبدأ على أساس تجنب نسبة محددة من مجموع الأرباح التي يحققها المشروع. فلو افترضنا أن عائد الصكوك (٢٥%) ، وحقق المشروع عائدات تبلغ (٣٥%) ، فإن نسبة (١٠%) يجب أن يكون احتياطاً نظامياً لجبر الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع في دورات لاحقة نتيجة مخاطر معينة. ففي حال تحقيق المشروع فائض أرباح لدورات مستمرة ، فإن الاحتياطات بالطبع تزداد ، مما يجعل من تأثر المشروع بالمخاطر ضعيفاً على الأقل في المدى القصير ؛ لأن أية خسارة أو تذبذب يحصل في عائدات الصكوك الاستثمارية يجبر بالاحتياطات التي تجنبها المؤسسة بشكل منتظم من حصيلة الأنشطة الاستثمارية التي تمثلها الصكوك الاستثمارية وفقها.

ويعتبر البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار أول من طرح فكرة تكوين الاحتياطات ، حيث كونت احتياطات مخاطر الاستثمار بمساهمة كل من أصحاب المصرف والمودعين في حسابات الاستثمار بهدف توفير حماية لرأس مال الودائع الاستثمار لمقابلة أي مخاطر^(١).

تكوّن المؤسسة نسبة من الاحتياطات النظامية المحلية من الفوائض التي تحققها في الأرباح ، وتستخدم هذه الاحتياطات لجبر الخسائر التي تنتج عن مخاطر الائتمان. وتعتمد فاعلية هذه الآلية على الثقة في النظم العاملة لحساب الخسائر المرتقبة. وبفضل التطورات التي حصلت في إدارة المؤسسات المالية من الناحية الفنية أمكن تحديد آثار المخاطر بشيء من الدقة أكثر مما كان عليه الوضع سابقاً^(٢).

ويمكن الاستفادة من تكوين الاحتياطات في كل الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي تدر عائدات دورية ، حيث تحدد نسبة معينة من العائدات في كل دورة ، وإن أي أرباح يحققها المشروع فوق تلك النسبة تودع في صندوق الاحتياطات. كما أن للمؤسسة بموافقة حملة الصكوك اقتطاع نسبة من الأرباح ولو لم يحقق المشروع فائض أرباح لهذا الغرض. والاستفادة من هذه الآلية في

(١) خان ، طارق الله وأحمد ، حبيب: إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة - السعودية، ط: ١، ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م، ص: ١٤٧.

(٢) خان: إدارة المخاطر ، ص: ١٤٧.

الوقاية من مخاطر الصكوك الاستثمارية رهن بتحقيق المشروع فائض أرباح أو أرباحا في بعض دوراته على الأقل. فالمشروع الذي لا يحقق أرباحا لا مجال له لتكوين احتياطات. فإذا حقق المشروع أرباحا ، فإن هذه الحصص تجنب وتغطي بها كافة أنواع المخاطر المتوقعة ، ومن ضمنها مخاطر الائتمان. فقد تذهب بعض أموال المشروع في بيوع آجلة ، وقد لا يلتزم العملاء بالوفاء بالتزاماتهم المالية في التواريخ المحددة ، مما يؤدي إلى انخفاض إمكانيات المؤسسة في توسيع نطاق الاستثمار من خلال الفرص الاستثمارية الجيدة التي تحصل عليها. ففي هذه الحالة ، فإن هذا النقص في السيولة يجبر من صندوق الاحتياطات الداخلي. على أن يتم تسديد هذا المبلغ إلى الصندوق فور تسديد العملاء ما عليهم من التزامات مالية حتى يستعان به في أزمات لاحقة. وكلما زادت نسب الاحتياطات الداخلية كلما كان المركز المالي للمؤسسة أكثر متانة وصمودا أمام الأزمات.

فمشروع المضاربة - الممول بصكوك المضاربة - عندما يحقق فائض أرباح تجنب هذه الأرباح لجبر الخسائر التي يمتد بها المشروع في دورات أخرى. فإذا حقق المشروع أرباحا فائضة طوال عمر المشروع ، فإنها توزع على الحملة الصكوك عند إطفاء الصكوك الاستثمارية. وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي جواز ذلك ، حيث ورد في القرار ما نصه: " ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود التنضيق الدوري ، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال".





وقد عرفت إدارة المخاطر الاستثمارية بأنها: "منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى"^(١).

والوظيفة الأساسية لإدارة المخاطر هي تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المشروع الاستثماري ، وذلك لفهم طبيعة ودرجة المخاطر التي تتحملها مؤسسة كالغنى بالغرم في الاستثمار الإسلامي ، والأخرى التي تكون المؤسسة على استعداد لمواجهةها. إن موقف أي مشروع من المخاطر يمكن أن يكون موقفا كارها للخطر ، أو متجها للخطر^(٢) ، وعندئذ ، فإن الإدارة يجب أن تقوم بالمفاضلة بين العائدات المتوقعة؛ لأن العائد المتوقع يزداد كلما ازدادت درجة المخاطر المتوقعة. وهدف المؤسسات المالية هو زيادة صافي العائد على الصكوك الاستثمارية ، مما يعني أن إدارة المخاطر هي وظيفة أساسية في هذه المؤسسات. ومهم في كل الأحوال أن تحدد المؤسسة إستراتيجية واضحة إزاء التعامل مع المخاطر بعد تحديدها.

فما يمكن علاجها تعالج وفق الآليات التي أوردناها في الدراسة وكذلك ما يمكن توزيعها يمكن التعامل معها بالتأمين.

أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها ، ولا حتى تحويلها ، فيلزم تحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها. ويعزي ذلك إلى عوامل ، منها:

أولاً: صعوبة الفصل بين الخطر نفسه وبين الأصل الذي يرتبط به خاصة.

ثانياً: خطر تقبل به المؤسسات المالية ؛ لأنه إجراءات عزله أو علاجه عالية التكاليف^(٣). ويتم التعايش مع هذه المخاطر عن طريق إدارتها.

ويتعين اتباع الخطوات التالية في إدارة مخاطر المشروع الاستثماري:

^(١) حماد ، طارق عبد العال: إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك) ، الدار الجامعية ، دم ، دط ، ٢٠٠٣ م ، ص: ٥١.

^(٢) الساعاتي ، عبد الرحيم: مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، ص: ٣٠. (مرجع لاحق).

^(٣) خان: إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ص: ٢٩.

أولاً: التعرف على المخاطر.

إن الجهة التي تقوم بإدارة المخاطر يجب أن تكون على علم بطبيعة المخاطر التي يتعرض لها المشروع الاستثماري. ونظراً لصعوبة التحديد بدقة طبيعة هذه المخاطر ؛ نظراً لأن اختلاف العمليات والأوضاع يؤدي إلى نشوء مخاطر مختلفة ، فبعضها تكون واضحة بينما تبقى الأخرى مجهولة ، وبالتالي يجب تحديد الخطوط العريضة لها. كالتعرف على نوع المخاطر ومصادرها وأسبابها. وللتعرف على الطبيعة العامة للمخاطر التي يتعرض لها المشروع الاستثماري يرجع إلى: سجلات المؤسسة ، وبوالص التأمين ، والتقارير الدورية التي تجريها جهات مستقلة ، وخرائط التدفقات. وتساهم هذه المصادر بالإضافة إلى الملكة الإبداعية في التعرف على الطبيعة العامة للمخاطر الهامة التي يجب إدارتها بأولوية.

ثانياً: تقييم المخاطر.

وبعد التعرف على المخاطر وتحديد طبيعتها ، يجب على مدير المخاطر القيام بتقييمها ، وقياس الحجم المحتمل للخسارة ، ثم ترتيب أولويات العمل ، وتطلب مخاطر معينة - لجسامتها - اهتماماً وأولوية. ويفضل ترتيب المخاطر وفق معايير عامة تدرج تحتها مجموعة من المخاطر ، مثلاً:

- **مخاطر حرجية:** وهي كل المخاطر التي قد تؤدي إلى خسائر تتسبب في إفلاس المؤسسة ويندرج تحتها مخاطر الأصول مثلاً. وتلجأ المؤسسة إلى التأمين الإسلامي ضد هذه المخاطر.

- **مخاطر هامة:** وهي المخاطر التي لا يترتب على خسائرها المحتملة إفلاس المؤسسة ، ولكن من شأنها تخفيض المركز المالي للمؤسسة. وتلجأ المؤسسة إلى تكوين احتياطات أو حتى التأمين ضد هذا النوع من المخاطر ، كما يمكن للمؤسسة اتخاذ التدابير اللازمة لعلاجها أو حتى الوقاية منها.

- **مخاطر غير هامة:** وهي المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ، وتكون في الغالب ملازمة لنشاط المؤسسة ، ويمكن التعويض عنها اعتماداً على الأصول الحالية للمنشأة أو دخلها دون أن يتسبب ذلك في أزمة مالية. وهذه المخاطر يلزم إدارتها.

ثالثاً: دراسة البدائل واختيار أسلوب التعامل مع المخاطر.

تتمثل هذه الخطوة في دراسة التقنيات التي ينبغي اتخاذها للتعامل مع تقسيمات المخاطر التي مرت بنا. وللتذكير ، فإن هذه التقنيات تتمثل في: التجنّب، العلاج:

(تخفيض) ، الاحتفاظ ، التوزيع "Sharing". ويتوقف اختيار التقنية على طبيعة
الخطر الذي يرجى إدارته. ويجب أن يكون الاختيار بعناية فائقة^(١).
رابعاً: تنفيذ القرار.

وبعد الرسو على تقنية معينة يأتي دور التنفيذ. ويتم تنفيذ الإجراء وفق آليات وسياسة محددة
سلفاً من قبل الإدارة العليا للمؤسسة المالية^(٢).



^(١) حماد: إدارة المخاطر ، ص: ٦١ وما بعدها.
^(٢) المرجع السابق ، ص: ٦٣. بتصرف.



إن الاستثمارات في الوقت الراهن بمختلف أنواعها باتت مرتبطة بالمخاطر أكثر من أي وقت مضى ، وخصوصا تلك المرتبطة منها بالأسواق المالية ، نظرا للتقلبات الحادة والمستمرة التي تحصل في أسواق المال بعد تشابك المشاكل السياسية بالقضايا الاقتصادية ، والصكوك الاستثمارية المتداولة في هذه الأسواق ليست مستثناة من هذه الدوامية ، لخضوعها لظروف العرض والطلب التي تؤثر عليها الظروف العالمية ، وهذا بالطبع يؤدي إلى التذبذب المستمر في أسعار الصكوك الاستثمارية وهذا هو مكنم الخطر. فلو رجعنا إلى الرسوم البيانية التي تبين التقلبات الحاصلة في أسعار السلع والخدمات والعملات والأدوات الاستثمارية ، فإننا نصدم بكثرة وشدة التقلبات التي حصلت وبوتائر متسارعة.

ويمكن عزو هذه التقلبات في أسعار الأصول إلى عوامل ، منها: إنهيار نظام الصرف الثابت المعروف بنظام بريتون وودز *Britton Woods* ، والتغيرات المستمرة في معدلات الفائدة في السياسات النقدية للدول الكبرى ، وزيادة حجم التبادلات الدولية وتشابكها وتعدد العلاقات الاقتصادية الدولية ، بالإضافة إلى الأحداث التي يشهدها المسرح السياسي. فهذه الأسباب وغيرها كانت العامل الأساس في هذه التقلبات المستمرة. وبروز المخاطر على ساحة الاستثمارات بقوة جعل من استراتيجيات التحوط *Hedging* التي تحمي الاستثمارات من هذه التقلبات ضرورة ملحة لمواجهة آثار هذه التقلبات.

والتحوط ، هو: "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد"^(١). كما عرف التحوط بمفهوم أكثر تخصصا ، وهو تعريفه باعتباره إستراتيجية: "نقل أو ترحيل خطر مائل إلى المضاربين في السوق عن طريق إنشاء مراكز في الأسواق الآجلة تكون مضادة لمراكز قائمة لدى المتعامل في أسواق أخرى"^(٢).

فالتحوط بالمفاهيم السابقة يعني بشكل عام السيطرة على تقلبات الأسعار غير المرغوبة فيها. فالمزارع الذي قام بالحصول على تمويل لشراء احتياجاته من البذور والسماد والمعدات بضمان مزرعته ملتزم برد التمويل وتكلفته من عائدات مبيعاته ، فلو انخفضت الأسعار لسبب من

(١) الساعاتي: عبد الرحيم ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي ، جدة - السعودية ، ١٤١٩هـ/١٩٩٩م: ١١ ، ص: ٥٧ - ٥٨.

(٢) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٢٩.

الأسباب بشكل كبير ، فإن إيراداته قد لا تكفي لتسديد التمويل ، وبالتالي قد يفقد مزرعته. لذلك يرغب المزارع في التحوط ، وذلك ببيع منتجاته مسبقا بسعر يتفق عليه ، ويكون مناسبة له بأن يحقق ربحا معقولا.

وبعيدا عن الاستراتيجيات المتبعة في التحوط ، فإنه بات في قائمة أوليات المؤسسات المالية ، وذلك لما يحققه من نتائج إيجابية ، منها:

١. أن التحوط يؤدي إلى استقرار التدفقات النقدية وعدم تقلبها ، وهذا يعطي ميزة للمؤسسة في حلبة المنافسة ، إذا بقيها من التقلبات المفاجئة التي تترك المستثمرين مما يقلل من احتمال إفلاسها.

٢. التحوط يؤدي إلى قدرة المؤسسة المالية على تجنب تأجيل استثماراتها المخطط لها حين تنخفض تدفقاتها النقدية ، وتجنب استراتيجياتها الاستثمارية ، وهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة الصكوك الاستثمارية التي تصدرها المؤسسة^(١).

ويعتبر تقدير حجم الخطر واحتمال وقوعه على جانب كبير من الأهمية وخاصة بالنسبة للمؤسسات المحترفة التي تستطيع تطبيق أفضل الوسائل الإحصائية وفهم خفايا التحليل الفني لسوق معينة ، عن طريق توظيف كادر قادر على الاستدلال بالإشارات التي توحى بتغير الاتجاه السعري ، وبكيفية مناسبة خلال منظور زمني محسوب^(٢).

إن استراتيجيات التحوط المستخدمة في أسواق المال التقليدية ، قد شاع العمل بها في المؤسسات والأسواق المالية التقليدية ، حتى باتت الأدوات الأساسية والخيار الأول لها للتوقي من مخاطر الاستثمار التي تترك المستثمرين ، خصوصا منهم الذين يستثمرون في أسواق المال. ونظرا لمخالفة هذه الاستراتيجيات للقواعد المالية الإسلامية دون إعادة هندستها - ، فقد أحجمت كثير من المؤسسات المالية الإسلامية عن التعامل معها ؛ مما جعلها تركز على الصيغ مضمونة العوائد كالمرابحة مثلا ، حيث بلغت نسبة الاعتماد على المربحة أكثر من (٩٠%) في المؤسسات المالية الإسلامية^(٣). وهذا أدى إلى ابتعاد هذه المؤسسات عن الاستثمار في كثير من صيغ التمويل الإسلامية الثرية ، فضلا عن التخلف عن ركب استثماري العالمي في أسواق المال الدولية.

ولعدم إمكانية الاستفادة من استراتيجيات التحوط التقليدية كما هي ، فإننا لا نسهب كثيرا في الحديث عنها ، وإنما نتطرق إليها لنستشير بها للوصول إلى بناء استراتيجيات تحوط متفقة مع القواعد المالية الإسلامية. ومن الصعوبات التي تعترض سبيل إعادة هندسة أدوات التحوط أن كتب

(١) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٦٥.

(٢) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٣٠.

(٣) زعترى: التكليف الشرعي للمستقبلات والخيارات والمبادرات والإمكانات العملية لا ابتكار بدائل مقبولة لأدوات الوقاء (التحوط) الحديثة ، ص: ٥.

الفقه الإسلامي لم تنطرق لموضوع التحوط ، نظرا لحدائثة التقلبات الحادة التي تحصل في الأسواق ، إلا أن مرونة الشريعة الإسلامية - الصالحة لكل زمان ومكان - ، جعل إمكانية إعادة هندستها لتوافق القواعد المالية الإسلامية أمرا ممكنا^(١). وأبرز هذه المحاولات ما قام به الدكتور عبد الرحيم الساعاتي في بحثيه الموسوم أحدهما: بـ "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية" والآخر بـ: "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة". ومن خلال الدراستين نحاول الوصول إلى تصور موافق للقواعد المالية الإسلامية باعتماد مقترحات الدكتور الساعاتي لإعادة الهندسة.

وسبق أن الأسواق المالية التقليدية استخدمت عددا من الأدوات المالية الاستثمارية في بناء استراتيجيات التحوط بالإضافة إلى الاختيارات ، وهي:

أولاً: التحوط باستخدام العقود الآجلة *Forward Contracts*

تقوم العقود الآجلة على أساس مواعدة ملزمة ، يلتزم فيها البائع بيع أصل مثلي موصوف في الذمة بكمية محددة وبسعر محدد في زمن مستقبل محدد ، ويلتزم المشتري بالشراء بالسعر والمواصفات والزمن المتفق عليه. ولا يتم الاستلام والتسليم إلا في اليوم المحدد. وهذا هو الذي يعرف في الأسواق المالية بالعقود الآجلة *Forwards Contracts*. فيستطيع المشتري من خلال هذا العقد حماية نفسه من أي ارتفاع في الأسعار ، كما يستطيع البائع أو المنتج حماية نفسه من أي انخفاض في الأسعار ، فيتحقق التحوط لطرفي العقد كليهما^(٢). وتعتبر العقود الآجلة أول أداة تم استخدامها لأغراض التحوط ضد المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات.

إلا أن اتخاذ قرار التحوط بالعقود الآجلة يتوقف على البدائل التحوطية المتاحة من جهة ، وعلى مستوى قناعة أو مخاوف المتحوط من جهة أخرى وذلك إضافة إلى مدى مطابقة العقود الآجلة للسلع الأصلية في الأسواق الفورية من حيث تطور أسعارها خلال فترة التحوط.

ويتم التحوط في أسواق العقود الآجلة من خلال إنشاء مركز في السوق الآجلة يكون مغايرا للمركز القائم أو المفتوح لدى المتعامل في السوق الفورية . وهذا يعني أن يتحول المتحوط من متفائل^(*) (في حالة الأصول) إلى متشائم^(**) ، وأن يتحول من متشائم (في حالة الالتزامات) إلى

(١) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٦٧. بتصرف.

(٢) المرجع السابق ، ص: ٦٩.

(*) المتفائلون: مؤيدو السوق الصاعدة: أشخاص أو شركات نورو وجهة نظر متفائلة بشأن الأداء المتوقع للسوق بشكل عام أو لسهم معين، ويعتقد هؤلاء الأشخاص أو الشركات بأن السوق سوف تأخذ مجرى تصاعديا.

www.islamonline.net

(**) المتشائمون: مؤيدو السوق الهابطة ، يطلق هذا اللفظ على الأشخاص أو الشركات الذين تكون لديهم توقعات سلبية بشأن أداء السوق بشكل عام، أو أداء صكوك محدد. فالشركات أو الأشخاص المتشائمون بشأن أداء السوق (أو الصكوك) يعتقدون أنها ستأخذ منحني تراجعا. www.islamonline.net ، بند: اقتصاد وأعمال.

متفائل. والمقصود بالتفاؤل والتشاؤم هنا الكيفية التي ينظر بها المتعامل لتطور الأسعار بالنسبة لأداة استثمارية معينة. وبهذا ، فإن التحوط باستخدام العقود الآجلة يتم إما بشراء عقود أو بيع عقود في السوق الآجلة. وحين يقوم المتعامل ببيع عقود آجلة لحماية أصل معين لديه ، فإنه يأمل في هذه الحالة أن تكون أرباح العقود كافية لتغطية خسائر الأصل عندما تتراجع الأسعار. وهو ما يعرف بالتحوط القصير. كما يحدث أحيانا أن يقوم المتعامل بشراء عقود آجلة على أصل معين يريد حيازته في وقت لاحق ، ولكنه يخشى من ارتفاع سعره خلال الفترة القادمة. وفي هذه الحالة ، فإن أرباح العقود ستمكّنه من تخفيض تكلفة حيازته لذلك الأصل عندما يحين الموعد وتكون الأسعار قد ارتفعت فعلا. وهو ما يعرف لدى المتعاملين بالتحوط الطويل^(١). وعليه ، فإن المستثمر يهدف بشكل أساسي من عملية التحوط بالعقود الآجلة إلى تثبيت الحالة الراهنة لمستوى استثماراته.

ويمكن إعادة هندسة هذه الإستراتيجية لتوافق القواعد المالية الإسلامية بما يأتي^(٢):

- (١) نظرا لعدم جواز تأخير البديلين للجهالة التي تكثف العملية عندئذ ، فإنه يمكن تعجيل رأس المال ؛ وتأجل الأصل محل العقد الآجل ، تخريجا على عقد السلم ، وهو جائز لدى الفقهاء وموافق لمقتضى العقد.
- (٢) يجوز أن يكون رأس المال منفعة معلومة وتقبض بقبض العين المولدة للمنفعة. وقد أجاز ذلك في السلم ، ويناسب مقتضى العقد.
- (٣) يجب أن يكون موعد التقابض معلوما ومحددا عند العقد.
- (٤) يجب الاتفاق على صفات الأصل موضع التبادل كالجنس والنوع والجودة وكل ما يؤثر على ثمن الأصل ، وبهذا يمكن ألا يكون المثلث في عقد التحوط سلعة بعينها أو إنتاج مصنع بعينه ؛ لأنه قد ينقطع فيصبح غير مقدور التسليم عند الحلول. إذ العبرة بالمواصفات التي تؤثر على قرار الطرف الآخر. على أن يكون الأصل معلوما القدر بمقياس معلوم ومتعارف ومتفق عليه.
- (٥) أن يكون الأصل عام الوجود في محله (وقت التسليم) ومقدور على تسليمه ، ولا يلزم أن يكون بائع الأصل صانعا أو منتجا ، بل يكفي أن يكون الأصل موجودا في الأسواق في موعد التسليم. وبهذا تستبعد شبهة الغرر الفاحش المجمع على تحريمه كالسمنك في الماء والطير في الهواء ، ولا يدخل في هذا البترول في الآبار والذهب في الأرض إذا تم تحديد مواقعها بالوسائل الحديثة وأمكن الحصول عليه

(١) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٤٠.

(٢) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٦٩.

يقينا ، وإنما حرم الأولان لمكان صعوبة التيقن بقبضهما. وتبعاً لذلك يجب أن يحدد مكان التسليم وطريقة قبض الثمن.

٦) أن لا يكون البدلان أحد الأصناف الربوية ليست الستة فحسب ، وإنما كل أصل يشترك مع تلك الأصناف الستة في العلية.

وإذا استخدمت العقود الآجلة بهذه الضوابط والشروط يمكن استخدامها للتحوط من مخاطر الاستثمار.

ثانياً: التحوط باستخدام الخيارات Options.

إن التحوط باستخدام الخيارات ، هو: "الحالة التي توجد فيها توليفة من اختيارات وأدوات استثمارية أساسية يتم على أساسها الاختيار ، بحيث تحمي الاختيارات والأداة الاستثمارية بعضها البعض من الخسائر المتوقعة"^(١). وتتنوع الخيارات إلى نوعين:

أولاً: اختيار الاستدعاء (Call Options).

اختيار الاستدعاء هو عقد يعطي حامله الحق في شراء عدد معين من الأصول الاستثمارية بسعر معين ، وذلك عند تاريخ الاستحقاق أو طيلة فترة زمنية محددة منصوص عليها في العقد^(٢) ، وشراؤه يعني أن المتحوط يتوقع ارتفاع سعر الأصل الذي يتعامل به. ومشتري اختيار الاستدعاء له الاختيار في ممارسة حقه طيلة الفترة الزمنية المحددة. أما بائع اختيار الاستدعاء فيتحوط به من التقلبات البسيطة^(٣). وهو مجبر على بيع الأصل الاستثماري عندما يمارس المشتري حقه في شراء الأصل.

ثانياً: اختيار البيع (Sell Options).

اختيار البيع يعطي لحامله الحق في بيع عدد معين من الأصول الاستثمارية بسعر معين ، وذلك خلال فترة زمنية محددة منصوص عليها في العقد أو عند تاريخ الاستحقاق^(٤). ويقوم المستثمر بشراء اختيار البيع للتحوط الفعلي من تراجع مفاجئ أو هام في القيمة السوقية للأصل القائم لديه ، وذلك بشراء خيار بيع بسعر تنفيذ يعادل أو يقارب السعر السوقي السائد ، ولأجل مناسب يغطي الفترة التي يتوقع المستثمر إمكانية تراجع السعر خلالها^(٥). ومشتري اختيار البيع له الاختيار في ممارسة حقه طيلة الفترة الزمنية المحددة والمنصوص عليها في العقد^(٦). ويستعين

^(١) جرابه ، محمد الحبيب: الأدوات المالية التقليدية ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، جدة - السعودية ، د: ٦ ، ع: ٦ ، ج: ٢ ، ص: ١٥٤٦.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ١٥٤٠.

^(٣) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٥٢.

^(٤) جرابه: الأدوات المالية التقليدية ، ص: ١٥٤٣.

^(٥) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٥٥.

^(٦) جرابه: الأدوات المالية التقليدية ، ص: ١٥٤٣.

المستثمر ببيع اختيار البيع للتحوط في الأحوال التي يكون لديه مركز قصير في السوق الفورية ، ويوفر بيع استدعاء البيع علاوة تغطي احتمالات تحمله خسائر بسيطة بارتفاع السعر جزئياً^(١) ، وبائع اختيار البيع مجبر على شراء الأصل الاستثماري بالسعر المحدد (سعر الممارسة) عندما يقرر المشتري ممارسة حقه في بيع الأصل الاستثماري.

ويتضح مما سبق أن اختيار البيع عكس اختيار الاستدعاء. ففي حال انخفاض سعر الأصول الاستثمارية عن سعر الممارسة ، فإن حامل العقد يمارس حقه ويبيع الأصول الاستثمارية بالسعر المحدد في العقد. أما في حال ارتفاع سعر الأصول عن سعر الممارسة ، فإن حامل العقد لا يمارس حقه في البيع ، وتكون خسارته سعر شراء اختيار البيع ، وهي القيمة التي قدمها عند إبرام العقد.

ونخلص مما سبق إلى أن الهدف من التحوط بالاختيارات هو أن يحمي البائع نفسه من انخفاض أسعار أصوله ، وحماية المشتري نفسه من ارتفاع أسعار السلع المطلوبة. فقد لا يتطابق السعر المتفق عليه في العقد وسعر السوق للأصل وقت التسليم ، فقد يكون السعر حينئذ أعلى من السعر المتفق عليه ، وقد يكون أقل. فلو كان السعر وقت التسليم أعلى يكون البائع قد حمى نفسه من الخسارة التي تلحقه في حالة انخفاض السعر. لكنه أيضاً يحرم نفسه من الأرباح الإضافية التي يجنيها في حالة ارتفاع سعر السوق وقت التسليم عن السعر المتفق عليه. وكذلك المشتري الذي يكون قد حمى نفسه من ارتفاع أسعار الأصول المطلوبة يكون قد فوت على نفسه أيضاً منافع انخفاض السعر عن السعر المتفق عليه^(٢).

وقد اختلف في حكم التحوط بها. فبينما رفضها بعض الفقهاء من أساسها واعتبروها عقداً غير جائز ، وأنها من العقود مستحذرة ولا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة. وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه ، فإنه عقد غير جائز شرعاً. وأن عقود الاختيارات يلاحظ عليها طابع التركيب ، وبالتالي تقع تحت نهى صفتين في صفة^(٣) ، وهو اختيار مجمع الفقه الإسلامي^(٤).

(١) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٥٦.

(٢) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٨١.

(٣) زعترى ، علاء الدين: التكيف الشرعي للمستقبلات والخيارات والمبادرات والإمكانات العملية لابتنكار بدائل مقبولة لأدوات الوقاء (التحوط) الحديثة ، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، أكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن ، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٤م ، ص: ٢٢.

(٤) وقد ورد ما نصه: " إن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحذرة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة. وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً". يرجع للرابط الإلكتروني للاطلاع على النص الكامل:

<http://www.islamedia.com/MIE2/fatawa/zakat.htm>

كما صدرت فتوى بحرمتها ، ونصها: "خيارات الأسهم المتداولة في الأسواق العالمية ، سواء كانت خيارات شراء (Call options) أو خيارات بيع (Put options) هي من عقود الغرر المنهي عنها شرعاً ، وبذلك صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة عام ١٩٩٢م برقم ٦٣^(١) .

والذي جعل هذه العقود من الغرر أن وظيفتها مرهونة بتغير السعر ، بحيث لا تسمح بربح كلا الطرفين معا في صفقة واحدة ، والأصل أن يربح الطرفان معا فيها ، بينما في الخيارات لا بد أن يكون أحد الطرفين خاسر ، ففي خيار الشراء يدفع المشتري مبلغاً معيناً (premium) ، بحيث يكون له الحق في شراء السهم ، أو الأسهم بسعر ثابت طوال مدة الخيار ، فإذا ارتفع سعر السوق لهذه الأسهم عند الأجل ، نفذ المشتري البيع فيربح الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ (strike price) (سعره يوم العقد) ، وكذلك الحال بالنسبة لخيار البيع ، حيث يدفع مالك الأسهم مبلغاً محدداً مقابل أن يكون له الحق في بيع الأسهم بسعر ثابت طوال مدة العقد ، فإذا هبط سعر السوق عند الأجل نفذ المالك البيع فيربح الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ ، وبطبيعة الحال فإن هذا الربح بعينه يمثل خسارة للطرف الآخر ، إذ لو كان اتجاه تغير السعر معلوماً مسبقاً لما تم العقد ؛ لأنه سيمثل خسارة محققة لأحدهما .

إن فتح باب بيع الخيارات وشرائها أدى إلى كثير من المفاصد الموجودة في السوق المالي هذه الأيام بما تؤدي إلى زياد المضاربات في السوق مما يضاعف حجم التقلبات في السوق ويقلل من فرص الاستقرار . هذا عن بيع وشراء الخيارات بشكل منفصل .

أما إذا كان الخيار ضمنياً في بعض العقود ، حيث تكون قيمتها جزءاً من سعر الأصل محل الصفقة فلا بأس في ذلك وهذا له أساس في القواعد المالية الإسلامية ، أما إذا انفصلت القيمة عن السعر - كما سبق - وذلك مشكوك في جوازه^(٢) .

فالاختيارات من أدوات المجازفة على الأسعار ، وهي من ضمن العقود التي جعلت الاقتصادي الفرنسي موريس آليو يصف البورصات العالمية بأنها "كازينوهات قمار ضخمة" ، وذلك أن حقيقة القمار هي أن يربح أحد الطرفين على حساب الآخر ، وهذا بالضبط ما يحصل في عقود الاختيارات - كاستراتيجية للتحوط - في الأسواق الدولية^(٣) .

^(١) سامي سويلم ، انظر الفتوى في الموقع التالي:

http://204.187.100.80/questions/show_question_content.cfm?id=7781

^(٢) عبيد الله ، محمد: الخيارات ، ملخص بحث مقدم إلى ندوة حوار الأربعاء ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - السعودية ، ١٤١٩ هـ ، ص: ١ .

^(٣) للاطلاع على نص الفتوى يرجع الرجوع إلى المصدر الإلكتروني من خلال الرابط:

http://204.187.100.80/questions/show_question_content.cfm?id=7781

وعقود الاختيارات واضح أنها مبنية على مضاربات وضرورة خسارة أحد طرفي العقد في كل صفقة ، والأصل أن يفيد الطرفان من الصفقة ، وعليه سنحاول التعرف فيما لو كان بالإمكان الاستعاضة عنها بخيار الشرط وإحلاله محلها لتحقيق نفس الأهداف.

إن خيار الشرط: حق يثبت بالاشتراط لأحد المتعاقدين يخوله فسخ العقد في مدة معلومة وذهب جمهور الفقهاء إلى الأخذ بخيار الشرط ، وأنه لا ينافي العقد. ويكون استخدام خيار الشرط في هذه العملية ، بأن يكون العقد عقد بيع لأصل مثلي محدد المواصفات والكمية ، مع إعطاء البائع أو المشتري خيار التروي ؛ لأنه إذا أعطي الخيار للطرفين ، فعندما يحين الأجل لن ينفذ العقد ؛ لأن الخاسر منهما سيستخدم خيار التروي ، إذ يلزم أن يكون الخيار لأحد الطرفين لا لكليهما. فيقول الحطاب: "لا يختص بالمبيع ، فقد يكون أيضا في الثمن أو في أصل العقد"^(١). ويتيح خيار التروي للبائع أو المشتري فرصة تحقيق الرضا وتحصيل المنفعة كما يؤدي إلى تخفيف الضرر. وعليه فيمكن استخدام خيار الشرط في البيع لتحقيق غرض التحوط للبائع إذا كان الخيار له ، ففي حالة انخفاض السعر السوقي عن السعر المتفق عليه في زمن الخيار يمضي البائع البيع فيصبح لازما للمشتري. ولكن إذا ارتفع سعر السوق عن السعر المتفق عليه في مدة الخيار يمكن للبائع أن يمارس خياره ويفسخ البيع. وكذلك لو اشترط الخيار للمشتري لمدة محددة: فإنه إذا ارتفع سعر السوق عن سعر الشراء المتفق عليه ، فسوف يمضي المشتري العقد ، فيلزم البائع إنفاذه. لكن لو انخفض السعر عن السعر المتفق عليه ، يمكن للمشتري أن يمارس خياره وفسخ العقد في زمن الخيار ، وبذلك يتحقق له التحوط والإفادة من التغير المرغوب في الأسعار وهو الارتفاع في حالة البائع والانخفاض في حالة المشتري^(٢).

وفي فتاوى قاضيخان: "أنه لو صالح المشتري البائع صاحب الخيار على دراهم مسماة أو على عرض بعينه على أن يسقط الخيار ويمضي البيع جاز ذلك ، وتكون الزيادة في الثمن ، وكذلك لو كان صاحب الخيار هو المشتري ، فصالحه البائع على أن يسقط الخيار فيحط عنه من الثمن كذا أو يزيده هذا العرض بعينه في البيع جاز ذلك أيضا"^(٣). وعلى هذا ، فيمكن للمشتري شراء حق إمضاء البيع أو فسخه بعوض يدفع للبائع ويحق للبائع أخذه ولا يكون جزء من الثمن في حالة إمضاء العقد. فيدفع المشتري العوض مقابل

(١) الحطاب ، محمد بن محمد: مواهب الجليل لشرح مختصر خليل ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، ١٩٧٨م ، ج: ٤ ، ص: ٤١٤.

(٢) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٨١.

(٣) المرجع السابق ، ص: ٨٣. نقلا عن: الفتاوى الخانية بهامش الفتاوى الهندية ، ص: ٣.

تمتعه بحق فسخ العقد إذا كان تغير السعر في غير صالحه أو إمضائه إذا كان في صالحه^(١).

الثالث: التحوط باستخدام المستقبليات.

إن المستقبليات تنطوي على التزام بتسليم كمية محدودة من أصل أو سلعة في تاريخ محدد وبثمن محدد في وقت العقد ، وهذا ينطبق على العقود الآجلة *Forward Contact* ، غير أن عقود المستقبليات تختلف عنها بأنها عقود نمطية ومنظمة ويتم تداولها في سوق منظمة وفي ظل وضع مؤسسي خاص ، ويمكن تسهيلها ، وتكتسب بذلك خصائص الأصول المالية السائلة. وتستخدم المستقبليات لأغراض متعددة ، فتستخدم للتحوط ضد المخاطر ، وللاستشراف السعر ، واستقرار السعر النقدي^(٢). إلا أن هذا العقد كغيره من العقود يلزم إعادة هندسته وفق القواعد المالية الإسلامية.

ويمكن تعديل عقود المستقبليات لتكون موافقة للقواعد المالية الإسلامية لتجنب المحاذير الشرعية. وذلك بأن تصبح الأصول المالية المتداولة عقوداً جائزة التداول على أساس منظم ، وتكون الصفقة والعقد منظمين على مستويات مختلفة من جانب المؤسسات المختلفة للتأكد من صحة وعدالة الصفقة ولحماية مصداقية الطرفين والالتزامهما.

ولما كانت المستقبليات من العقود الآجلة - من حيث الفحوى - يجب الالتزام بالضوابط الشرعية التي سبق أن مرت بنا عند الحديث عن العقود الآجلة وتخرجها على أساس عقد السلم. إلا أن المستقبليات تختلف عن العقود الآجلة من حيث المبنى ، لذا فلا بد من تكييف الوضع المؤسسي للمستقبليات وفق القواعد المالية الإسلامية. وينطوي العقد على التزام ببيع أو شراء كمية معلومة من أصول مالية يتم تسليمها في وقت مستقبلي بثمن محدد في وقت العقد ، شريطة أن يكون الأصل مباحاً شرعاً. ويجب أن تتم العملية وفق المنظومة التالية^(٣):

أولاً: المؤسسات اللازمة للمستقبليات الإسلامية: إن النادي الذي يتم فيها تداول المستقبليات الإسلامية ، يجب أن يتم تنظيمه بنفس طريقة تنظيم النادي التقليدي.

ثانياً: شروط نمطية العقد: يلزم أن يكون التوصيف دقيقاً ، وذلك يشمل: الأصول وزمن تسلمها والكيفية والكمية والنوعية وطريقة إقفال العقد. ومن أجل منع المقامرة والحد من المضاربات غير المنتجة.

(١) الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، ص: ٨٣.

(٢) الساعاتي ، عبد الرحيم: مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي ، جدة - السعودية ، م: ١٥ ، ١٤٢٣هـ/٢٠٠٣م ، ص: ٢٨.

(٣) المرجع السابق ، ص: ٤٠ وما بعدها.

ثالثاً: غرفة المقاصة: هذه الغرفة تكون لها سمة قانونية مستقلة ، تضمن أن يقوم جميع التجار في سوق المستقبلية الإسلامية بالوفاء بالتزاماتهم ودرء مخاطر الائتمان ، وبهذا تقوم غرفة المقاصة بوظيفتها في ضمان الطرف الخارجي (الطرف الثالث).

رابعاً: إقفال مركز المستقبلية الإسلامية: ثمة ثلاث طرق لإقفال هذه العقود:

(أ) تسلم السلعة: إن الغرض من عقد المستقبلية الإسلامية هو التحوط من التغيرات غير المرغوبة وغير المتوقعة في قيمة الأصول ؛ لذا ، فإن هذه المستقبلية قد صممت لتنفيذ العقد من خلال التسليم الفعلي للأصل.

(ب) التسوية النقدية: قد يجد المشتري أن من الأنسب له أن يتسلم القيمة السوقية للسلعة ويشتريها من السوق ، وقد يرغب البائع في توزيع أصله عبر القنوات الخاصة به وفي دفع القيمة السوقية للأصل.

(ج) البيع المعاكس **Reversing Trade**: إذا أصبح التسليم غير مرغوب فيه للمتعامل ، فيمكنه تصفية عقد المستقبلية بالدكول في بيع معاكس قبل ميعاد التسليم. وبعد أن رأينا الجانب المؤسسي للمستقبلية الإسلامية ، فإنه يجب أن يكون تنظيم سوق المستقبلية الإسلامية وفق النقاط التالية^(١):

١. التأكد من أن العقود والعمليات المتعلقة بسوق المستقبلية لا تخالف الأحكام الشرعية في المعاملات ، كالربا والقمار والغرر الفاحش. ويجب أن يكون الأصل المتداول مما يجوز شرعاً ، فلا يجوز تداول السندات الربوية بطبيعة الحال.

٢. التأكد من أن القواعد التي تحكم سلوك جميع الأطراف في سوق المستقبلية الموافقة للشريعة - ومنهم السماسرة وأعضاء السوق وأعضاء المقاصة والمتعاملون - ملتزمون بالضوابط والقيم الإسلامية ، ويخلقون سوقاً تعمل بسلاسة ويثق فيها المتعاملون بأن أوامرهم سوف تنفذ تماماً وبالسعر العادل. ولهذا يحرم الغش والتدليس والكذب وعدم الوفاء بالالتزامات العقدية.

٣. توفير سوق يمكن أن تتحقق فيها الوظائف الاقتصادية لسوق المستقبلية ، ولهذا تحرم أية ممارسة تتدخل في عملية استشراف السعر أو التحويل الفعال للمخاطر غير المرغوبة ، وهذا يجعل أداء سوق المستقبلية ضعيفاً.

(١) المرجع السابق ، ص: ٤٨.

مفاهيم يتوقف عليها نجاح إستراتيجية التحوط^(١)؛

أولاً: التوقيت المناسب للتحوط *Hedging Time*:

إن المستثمر لا يتخذ قرار التحوط لمجرد إشارة في صحيفة أو في نشرة أخبار ؛ لأن المستثمر عند دخوله السوق يجب عليه أن يتحمل شيئاً من المخاطر ، وسبق أن عملية التحوط مكلفة ؛ لذا ، فإن المستثمر يتحوط عندما تكون المخاطر كبيرة وعندما ترتفع درجة احتمال وقوعها في إطار زمني معين.

ثانياً: تقييم أحوال عدم التأكد *Uncertainty*:

إن حالة عدم التأكد يعتبر سبباً أساسياً للمخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات وهي حالة ملازمة للأسواق المالية. وهو ما يدعو إلى اللجوء إلى عملية التحوط. إلا أنه من المهم - حتى يتمكن المستثمر من التحوط - أن يدرك حالة عدم التأكد التي تلحق باستثمار معين ؛ لأن هذا الإدراك يساهم في متابعة آثاره وتقييم مستوى الخطر حتى يتمكن من ترجمتها إلى أرقام للتحكم بها.

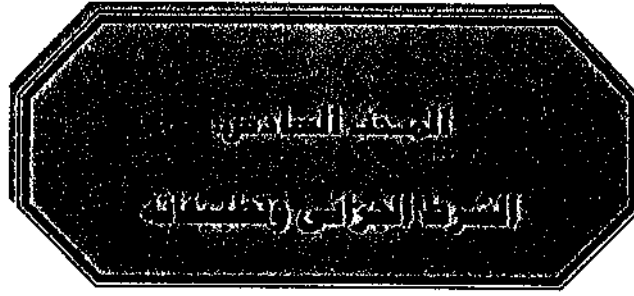
ثالثاً: الفهم الدقيق لأدوات التحوط المستخدمة:

إن الأدوات المستخدمة في التحوط متنوعة من حيث الوظائف التي تؤديها والتكاليف التي تتطلبها ، والعلاقة بين العائد والمخاطر التي تنطوي عليها ، ومستوى الكفاءة التي تتمتع بها لمواجهة الأنواع المختلفة من المخاطر. وهذا يلزم معرفة طبيعة المخاطر المحتملة وعلاقة هذه بالأداة التحوطية. والفهم الدقيق لها يجعل من اليسير على المتعاملين اختيار المنهج التحوطي الملائم في أي وقت يشعر فيه بالحاجة للقيام بذلك. وإن لم يتحقق ذلك ، فإن المستثمر قد يتحمل تكاليف إضافية وإن كان جهده التحوطي ناجحاً.

فالتحوط - كما سبق - وسيلة ناجعة لعلاج مخاطر السوق التي تنتج عن التقلبات المستمرة في الأسعار ، ومخاطر سعر الصرف الناجمة عن التقلبات المستمرة في أسعار صرف العملات ، من خلال استراتيجيات التحوط ، إلا أن المستثمر ينبغي ألا يلجأ إلى التحوط إلا إذا كانت العائدات التي يحققها مرضية ؛ لأن التحوط - كما سبق - يعني تثبيت العائدات. فإذا كانت العائدات منخفضة فإن التحوط ينعكس سلباً على تلك العائدات ؛ لأنها تظل منخفضة حتى إنهاء عقد التحوط ؛ ولأنه لا يجوز تحويله في التحوط وفق القواعد الإسلامية ؛ لذا ، فإن المؤسسة الممثلة لحملة الصكوك يجب أن تلجأ إلى التحوط عندما تكون العائدات عالية ، وبالتالي ، فإن التحوط يثبت هذا العائد المرتفع إلى أن يتوقع عائدات أعلى أو التوقف المؤقت للتقلبات عند أسعار مناسبة.



(١) أسعد: استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف التقليدية ، ص: ٣٥ وما بعدها.



إن مصطلح الشرط الجزائي من المصطلحات الحديثة التي لم تكن معروفة في أدبيات الفقه الإسلامي. وقد دخل القوانين المدنية للدول الإسلامية نتيجة التأثير بالقوانين الوضعية المستوردة من الغرب. والهدف من الشرط الجزائي حماية المؤسسات والأفراد (المُلْتَزَم له) من مخاطر الانتماء والحصول على حقها في الوقت المحدد^(١). وكان ضروريا قبل الإفادة منه في مجال المؤسسات المالية الإسلامية - وهي أكثر عرضة لمخاطر الانتماء نظرا لانعدام آلية الفائدة - أن يفحص تحت مجهر الشريعة الإسلامية للنظر في مدى موافقته للقواعد المالية الإسلامية.

والشرط الجزائي ، هو: "اتفاق بين المتعاقدين على مقدار التعويض الذي يستحقه أحدهما عند إخلال الآخر بالالتزام"^(٢). وهذا التعريف فيه نظر ؛ لأنه يتحدث عن اتفاق على مقدار التعويض وهذا مخالف للقواعد الإسلامية الذي لا يجوز تحديد أي تعويض قبل وقوع ضرر ، وكيف نتحدث عن اتفاق على مقدار تعويض لضرر لم يقع أصلا. فالشرط الجزائي: "اتفاق المتعاقدين على تعويض الطرف المتضرر نتيجة إخلال الطرف الآخر بالتزاماته المالية دون تقدير مسبق".

إن الناظر إلى الصكوك الاستثمارية الإسلامية يجدها تصدر لتمويل مشروعات استثمارية على أساس المشاركة ، ويقصد بالمشاركة هنا كل المشاريع التي يساهم فيها كل من الطرفين بأصل مالي ، فقد يكون هذا الأصل مالا أو منفعة أو خدمة. ويدخل في المال الأراضي ورؤوس الأموال بالمعنى الاقتصادي. ففي المضاربة يساهم رب المال بماله والمضارب بخبرته - والخبرة تعتبر أصلا ماليا - ، وفي المزارعة والمساقاة والمغارسة يساهم أحد الأطراف بمال والآخر بأرض. وهكذا يكون طبيعة العمل شركة بالمعنى الواسع ، كما أنها شركة ؛ لأن الطرفين يشتركان في الربح والخسارة.

كما توجد صكوك استثمارية أخرى تصدر على أساس تأجيل أحد البديلين كصكوك السلم التي يعجل فيها المال ويؤجل الأصل المالي ، والمرابحة التي تسدد بالأقساط ، حيث يقدم الأصل ويدفع المال على أقساط. ولا يخفى على القارئ أن كلا من النوعين من الصكوك الاستثمارية القائمة على أساس المشاركة والقائمة على أساس المديونية معرضة لمخاطر الانتماء.

^(١) العيادي: المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها ، ص: ٢١. (مرجع سابق).

^(٢) إرشيد: الشامل ، ص: ٣٨٢.

والشرط الجزائي يمكن أن يكون علاجاً لمخاطر الائتمان التي تتعرض لها الصكوك وناشئة عن أعمال كالمقاولات. إلا أن هذه الآلية لا يمكن الاستعانة بها - وخصوصاً أنها أثارت جدلاً واسعاً واختلافاً كبيراً - إلا بعد عرض آراء الفقهاء الأجلاء ومعرفة الراجح منها من خلال قرارات مجمع الفقه الإسلامي والمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

أولاً: الشرط الجزائي في الأعمال.

هو الشرط الجزائي الذي يدخل في مجال الأعمال ، ويندرج تحت هذا النوع مجموعة من الأعمال التي يمكن أن تصدر كثير من أنواع الصكوك الاستثمارية لتمويلها:-

١. **عقد المقاوله:** ويتضمن التزام المقاول بدفع مبلغ في حال إخلاله بالتزاماته ، وتسبب في إلحاق ضرر بالمؤسسة.

٢. **عقد العمل:** ويتضمن خصم مبلغ من النقود من أجره العامل إذا أخل بالتزاماته وتسبب في إلحاق خسارة بالمؤسسة.

٣. **عقد الإجارة:** ويتم تعويض المؤجر على تأخير إعادة الأصل المؤجر إلى مالكه نتيجة الضرر الذي يلحقه بسبب التأخر.

٤. **عقد الاستصناع:** ويتضمن تعويض المستصنع في حال تأخر تسليم العين المصنعة في تاريخها المحدد أو الإخلال بمواصفات ومعايير الصنعة^(١).

وقد اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم دخول الشرط الجزائي في هذه الأعمال إلى قولين:

- **القول الأول:** أن الشرط الجزائي يدخل في هذه الأعمال ، وهو ما ذهب إليه هيئة كبار العلماء في المملكة العربية السعودية بعد دراسته ، وأصدرت الهيئة قراراً في هذا الشأن نصه: "إن المجلس يقرر بالإجماع أن الشرط الجزائي الذي يجري اشتراطه في العقود شرط صحيح معتبر ، يجب الأخذ به ما لم يكن هناك عذر في الإخلال بالالتزام الموجب له شرعاً ، فيكون العذر مسقطاً لوجوبه حتى يزول"^(٢). ويندرج تحت هذا القرار الأعمال كلها ، ومنها الاستصناع الذي أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي دخول الشرط الجزائي فيه صراحة ، حيث ورد في قراره ما نصه:

^(١) الزحيلي ، محمد: الشرط الجزائي في المعاملات المالية والمصرفية ، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية ، دبي - الإمارات العربية المتحدة ، ع: ٢٥ ، ١٤٢٤هـ / ٢٠٠٣م ، ص: ١١٩.

^(٢) المرجع السابق ، ص: ١١٨.

"يجوز أن يتضمن عقد الاستصناع شرطاً جزائياً بمقتضى ما اتفق عليه العاقدان ، ما لم تكن هناك ظروف قاهرة"^(١).

ـ القول الثاني: رأى أكثر العلماء المعاصرين اعتبار الشرط الجزائي باطلاً، حسب قواعد المذاهب الفقهية الثلاثة ؛ لأنه شرط زائد على العقد ، ويتنافى مع مقتضى العقود في المقاولات وغيرها ، وأنه ذريعة إلى الربا ، وفيه نفع لأحد الأطراف على حساب الطرف الآخر ، ويؤدي لاختلال التوازن بين المتعاقدين ، ويرد عليه النهي عن بيع وشرط^(٢). وبالموازنة بين القولين يترجح لدى الباحث القول الأول الذي يؤيده قرار هيئة كبار العلماء بالمملكة العربية السعودية.

إن الشرط الجزائي يمكن الاستعانة به في علاج عدد من أنواع مخاطر الائتمان. فإذا كانت المخاطر ناشئة عن عدم سداد الأقساط الدورية كما هو الحال بالنسبة لصكوك المرابحة المقسطة مثلاً ، فإن علاج المخاطر يكون بحلول الأقساط الباقية وينطبق هذا على صكوك الإجارة ، فقد ورد في المعايير الشرعية ما نصه: "يحق للدائن أن يشترط حلول الأقساط جميعها إذا تأخر عن سداد قسط ... وهذا شرط صحيح ؛ لعدم وجود نص يمنعه ؛ ولأنه يحقق مصلحة مشروعة للدائن"^(٣). فعلى العميل عندئذ دفع المتأخرات والأقساط التي لم تحل بعد عقاباً له.

أما إذا كان سبب مخاطر الائتمان هو مماطلة أجبر أو عامل عن إنجاز العمل في التاريخ المتفق عليه ، كالمقاول الذي لا يلتزم بإنهاء بناء مجمع تجاري في التاريخ المحدد ، ويتسبب ذلك في إلحاق ضرر بالمؤسسة ، فإن الشرط الجزائي يكون بالتعويض بناء على تقارير من خبراء تحدد طبيعة الضرر وحجمه ، ويجب ترجمة هذا الضرر إلى أرقام حتى يمكن تعويضه بدقة بحيث لا يزيد عن حجم الضرر شيئاً حتى لا يكون ديناً جر نفعاً فيدخل تحت بند الربا.

إن المشروع الممول بحصيلة الصكوك الاستثمارية قد تدخل فيه معاملات آجلة ، كاستخدام حصيلة الاكتتاب في صكوك المضاربة في توريد بضاعة من الخارج. مما يمكننا من الاستعانة بالشرط الجزائي في التقاضي من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية نتيجة لعدم الوفاء المورد بالتزاماته. ومعلوم أن مخاطر الائتمان ترتبط بأغلب أنواع الاستثمارات ارتباطاً هيكلياً ، وذلك يستدعي تحري كل الوسائل المشروعة لحماية المؤسسات المالية الإسلامية منها أو التخفيف من آثارها.

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، د: ٨ ، ع: ٨٠ ، ج: ٢ ، ص: ٤٦٥.
(٢) الزحيلي: الشرط الجزائي في المعاملات المالية والمصرفية ، ص: ١٢٢.
(٣) المعايير الشرعية ، ص: ٤١.

ثانياً: الشرط الجزائي في الديون.

يدخل الشرط الجزائي في الديون كما يدخل في الأعمال ، إلا أن جواز الدخول هو مرتبط بالقرس.

وقد اختلف الفقهاء في جواز دخول الشرط الجزائي في الديون إجمالاً إلى قولين:

- القول الأول: جوازه ، ويكون ذلك بأن يشترط - عند إبرام العقد - التعويض التأخيري في حال امتناع العميل عن الوفاء بالدين في الوقت المحدد ، وكان موسراً ، ولحق بالملتزم له ضرر بسبب هذا الامتناع أن يدفع تعويضاً عن الضرر الذي لحق به يقدره أهل الخبرة. وقد أخذ بهذا الرأي البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار ، حيث يقر الملتزم عند توقيع العقد بما نصه: "ويشترط في حالة حلول أجل الالتزامات المترتبة في ذمتنا إلى البنك ، وامتنعنا عن الوفاء في مدة المماطلة ، وفي حال عدم اتفاقنا مع البنك على تقدير الضرر تحال مطالبة البنك إلى التحكيم المبحوث عنه في العقد الأساسي ، مع العلم بأنه من المفهوم والمتفق عليه بيننا أنه يعتبر موسراً من يملك أموالاً منقولة ، أو غير منقولة لا يمنع الشرع الإسلامي والقوانين والأنظمة المعتمدة من التصرف بها ، سواء كانت مرهونة لأمر البنك أو غير مرهونة ما دامت تكفي لسداد الالتزامات المبحوث عنها أعلاه كلياً أو جزئياً ، ويكون للبنك حق المطالبة بمقدار الضرر ، دون الحاجة إلى إخطار عدلي أو إنذار أو تنبيه أو أي إجراء آخر"^(١).

ومن أقوال الفقهاء ما يعضد هذا الاتجاه: فقد ورد في: صحيح البخاري في باب ما يجوز من الاشتراط والثنيا في الإقرار والشروط التي يتعارفها الناس بينهم ، فقد جاء ما نصه: "وقال ابن عسّون عن ابن سيرين قال رجل لكرّيه: أدخل ركابك ، فإن لم أرحل معك يوم كذا وكذلك ، فلك مائة درهم ، فلم يخرج ، فقال شريح: من شرط على نفسه طائعا غير مكره فهو عليه. وقال أيوب عن ابن سيرين: إن رجلاً باع طعاماً ، وقال: إن لم آتك يوم الأربعاء فليس بيني وبينك بيع ، فلم يجئ ، فقال شريح للمشتري: أنت أخلفت ، ف قضى عليه"^(٢).

- القول الثاني: عدم جواز الشرط الجزائي في الديون ، وذهب إليه معظم الفقهاء المعاصرين ؛ بحجة أنه ربا أو شبه كبير بالربا. وممن ذهب إلى المنع: الدكتور نزيه حماد^(٣). وذهب إلى حرمة الدكتور الصديق الضير - وقد أجاز الشرط الجزائي في الأعمال ، وكذلك

^(١) نموذج الشروط العامة للتعامل الصادر عن البنك الأردني الإسلامي ، بند: ١٨.

^(٢) البخاري ، صحيح البخاري ، تحقيق: مصطفى ديب البغا ، دار ابن كثير ، ط: ٣ ، ١٤٠٧هـ/١٩٨٧م ، ج: ٢ ، ص: ٩٨١.

^(٣) الزرقا ، محمد أنس والقري ، محمد علي: التعويض عن ضرر المماطلة في الدين بين الفقه والاقتصاد ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - المملكة العربية السعودية ، ١٤١١هـ/١٩٩١م ، م: ٣ ، ص: ٣٢.

الدكتور زكي الدين شعبان بحجة الربا الصريح في الشرط الجزائي في الديون ، وأنه أشبه بالفوائد البنكية^(١).

وذهب إلى منع هذا النوع من الشرط الجزائي مجمع الفقه الإسلامي ، حيث ورد في ما نصه: "إذا تأخر المشتري المدين في دفع الأقساط عن الموعد المحدد ، فلا يجوز إلزامه أي زيادة على الدين بشرط سابق ، أو بدون شرط ؛ لأن ذلك ربا محرم"^(٢). كما ذهب إلى عدم جوازه كتاب المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، حيث ورد فيه: "لا يجوز اشتراط التعويض المالي نقدا أو عينا ، وهو ما يسمى بالشرط الجزائي ، على المدين إذا تأخر عن سداد الدين ، سواء ما نص على مقدار التعويض أم لم ينص ، وسواء كان التعويض عن الكسب الفائت (الفرصة الضائعة) أم عن تغير قيمة العملة"^(٣).

إن الشرط الجزائي يمكن الاستعاضة عنه بضمان تبعة الهلاك الذي له أساس في كتب الفقه. والقول بفرض غرامة وصرفها في وجوه الخير ، إنما يحل جزءاً من المشكلة. فمخاطر الائتمان - مثلاً - على شقين:

(١) عدم وفاء العميل بالتزاماته المالية من غير عذر شرعي. ويترتب على ذلك معاقبته بالشرط الجزائي والتشهير به لقوله ﷺ: (لي الواجد يحل عقوبته وعرضه).
(٢) الضرر الذي يلحق بالملتزم له لعدم وفاء الملتزم بالتزاماته. ويترتب على ذلك تعويضها.

وصرف الغرامة في وجوه الخير يعاقب المماطل ويلزمه الوفاء بالتزاماته المالية مستقبلاً ويكون عبرة للآخرين ليتجنبوا الإخلال بالتزاماتهم. أما المتضرر فلا يحصل على أي تعويض جراء هذا الخطر الذي لحق به.

فيجب أن يكون العلاج جذرياً بحيث يردع المماطل ، ويعوض المتضرر ؛ لأن صرف الغرامة على وجوه الخير مصلحة ، والضرر الواقع مفسدة ، والقاعدة الأصولية تقول: (درء المفاسد أولى من جلب المصالح)^(٤). فهل تصرف الغرامة في وجوه الخير ، مع أن المشتري لحقته المفسدة وبات غارماً ، والغارم يستحق الزكاة. فمن إن استحق الزكاة؟ أفلا يستحق حقه؟؟!!
فالذي يظهر للباحث - والله أعلم - أن تصرف الغرامة لئلا ما لحق بالمتضرر من خسائر فعلية جراء مخالفة المتسبب في الضرر للوعد. أما إذا لم يلحق بالملتزم له ضرر نتيجة التأخير فلا يجوز أخذ تعويض (غرامة) ؛ لأنه تعويض عن ضرر ليس واقع.

^(١) الزحيلي: الشرط الجزائي ، ص: ١٢٩.

^(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، د: ٦ ، ع: ٦ ، ج: ١ ، ص: ١٩٣.

^(٣) المعايير الشرعية ، ص: ٣٤.

^(٤) الندوي ، علي أحمد: موسوعة القواعد والضوابط الفقهية الحاكمة للمعاملات المالية في الفقه الإسلامي ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، الرياض - السعودية ، دط ، ١٤١٩ هـ / ١٩٩٩ م ، ج: ٢ ، ص: ١٨١.

ونخلص مما سبق أن الشرط الجزائي يمكن تناوله في إطار ضمان تبعة الهلاك ، ويدخل في الأعمال دون الديون ؛ لأن الضرر في الأعمال واضح ومقدر ، بخلاف الضرر الذي ينجم عن تأخر سداد الديون الذي يكون في الغالب ضرر معنوي.



٢. اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة نتيجة للمغالاة في التنويع ؛ لأنه كلما كثرت مكونات المحفظة كلما زادت فرص اتخاذ قرارات خاطئة.

٣. احتمال ارتفاع مستوى تكاليف الشراء^(١).

(٢) تنويع ماركويتز.

يعتمد هذا الأسلوب - بخلاف سابقه - على طرق علمية في اختيار الصكوك المكونة للمحفظة ، إذ يتم التنويع بعد دراسة دقيقة مع مراعاة معامل الارتباط (نسبة الارتباط) بين العائدات المتولدة عنها. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عائدات الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر ، مما لو كانت تلك العائدات مستقلة أو توجد بينها علاقة عكسية^(٢) ؛ لأن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عائدات مختلف الصكوك الاستثمارية التي تكوّن هذه المحفظة^(٣).

وقد طرح أكثر الاقتصاديين التنويع وسيلة للوقاية من المخاطر الخاصة التي تتعلق بطبيعة المشروع ، إلا أنه يمكن الإفادة منه حتى في التوقي من المخاطر العامة التي تشترك فيها كافة الاستثمارات بمختلف أنواعها^(٤).

ثانياً: تنويع تواريخ الاستحقاق.

إن الصكوك الاستثمارية تصدر لأجال مختلفة (قصيرة ، متوسطة ، وطويلة الأجل) ، وتختلف تواريخ استحقاقها بحسب المدد. وقد طرح هذا النوع من التنويع لتفادي مخاطر التضخم وهو يرتبط بالسندات الربوية ؛ لأن السندات التي تصدر لأجال طويلة أكثر عرضة لمخاطر التضخم من تلك التي تصدر لأجال أقصر^(٥). إلا أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم.

إن التنويع آلية مهمة لعلاج عدد من المخاطر. فمخاطر سوء إدارة المحفظة الاستثمارية ، يمكن علاجها بتنويع المستثمر محفظته من حيث جهة الإصدار ومن حيث أنواع الصكوك الاستثمارية. فمن حيث الجهة المصدرة ، فإن المستثمر يجب ألا يشتري كل صكوكه من مشروع استثماري واحد ؛ لأن احتمال تعرض محفظته للخطر في هذه الحالة يكون أكبر وذلك لإمكانية تعرض المؤسسة لمخاطر ينتج عنها هلاك الأصول أو انخفاض إيراداتها ، أما في حال شرائه للصكوك من أكثر من مشروع ، فإن فرص تعرض المشاريع كلها إلى المخاطر في نفس الوقت

(١) المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية ، ص: ١٣٠.

(٢) هندي: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، ص: ١٩٨.

(٣) محمد: كيف تبني محفظتك الاستثمارية؟ ، ينظر: www.islamonline.net

(٤) هندي: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، ص: ١٩٩.

(٥) المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية ، ص: ١٣٠.

يكون ضئيلاً. كما أنه على المستثمر ألا يقتصر على نوع واحد من الصكوك في حال شرائه أكثر من صك استثماري واحد ، فعليه أن ينوع الصكوك ، ويختار الصكوك الاستثمارية بعناية. فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع أسعار النفط - مثلاً - وعلم أن الدولة أصدرت صكوك سلم ، فالأفضل بالنسبة له شراؤها إلا أنه عليه ألا يقتصر على صكوك السلم الحكومية فقط ، بل عليه أن يشتري صكوكاً من أنواع أخرى كصكوك المزارعة - مثلاً - ؛ لأن أسعار البترول ممكن أن تنخفض في أية لحظة. فإذا لم ينوع فإن خسارته تكون كبيرة بانخفاض عائدات صكوك السلم ، أما إن نوع ، فإنه ثمة أمل في ارتفاع عائدات صكوك المزارعة بحيث قد يجبر هذا الارتفاع الخسارة التي مني بها في صكوك السلم.

وعلى مدير المحفظة أن يفاضل بين الأنواع المختلفة للتنويع ، فمن هذه الأنواع: التنويع الساذج الذي يقوم على أساس معطيات عامة في التنويع ، ومثل هذا التنويع مبني على الحظوظ ؛ لأن اختيار المكونات يكون عشوائياً. أما تنويع ماركويتز ، هو التنويع الذي يقوم على أساس معطيات ومعلومات إحصائية ومالية دقيقة للمؤسسات المصدرة لها. وكما سبق: يمكن أن يكون التنويع على أساس الجهة المصدرة أو التنويع القائم على أساس تكوين المحفظة من أنواع مختلفة من الصكوك الاستثمارية ، أو تنويع تواريخ استحقاق الصكوك الاستثمارية ، بحيث تستحق في فترات مختلفة.

ولكن التنويع نفسه قد يكون سبباً لمخاطر إن لم يحسن المستثمر إدارة المحفظة ، لذا يجب أن يتبع مدير المحفظة عدداً من الاستراتيجيات حتى يرفع كفاءة محفظته أو يحافظ على الكفاءة العالية. وقبل أن يفكر فيها ، فإنه يجب أن يكون أهلاً. فإن كان المستثمر هو من يدير المحفظة يجب أن يكون ذا خبرة في أسواق المال. أما إذا كان المستثمر يوكل جهة فعليه أن يختار مركزاً ذا إمكانيات وخبرة عالية في إدارة المحافظ الاستثمارية.

وسواء أكان مدير المحفظة مالكها أو من ينوب عنه يجب إتباع الاستراتيجيات التالية:

أولاً: يجب أن تكون الاستراتيجيات ملائمة للقدرات المالية والإدارية لصاحب المحفظة ومتطلباته النقدية ومستوى تحمله للمخاطر.

ثانياً: يجب على المدير عند البدء في إدارة المحفظة تدقيق وتقييم أوضاع الاستثمار المحلية والعالمية. وهذه المسألة تعد مهمة للمستثمرين؛ وذلك لأن جميع المؤسسات المحلية والعالمية دائماً تعلن أن استثماراتها هي الأفضل، ويجب أن يكون القرار الاستثماري في المحفظة دائماً مبنيًا على الأداء والحقائق والتوقعات المستقبلية الدقيقة ، لا على الدعايات والإعلانات.

ثالثاً: تحديد وتحليل أهداف المحفظة ، فعلى المدير أن يحدد فيما إذا كان يريد استثماراً طويل الأجل أو قصير الأجل.

رابعاً: تحليل وتحديد نوع الصكوك الاستثمارية المراد استثمارها ، ووقت الشراء ، ويُعدّ هذا من البنود الأساسية في الإستراتيجية المثلى لبناء المحفظة الاستثمارية ، ويشمل التحليل أداء الصك الاستثماري ، والعائد من ورائه. وكذلك التحليل المالي والفني للشركة ولأداء الصكوك الاستثمارية في أسواق المال.

خامساً: مراقبة مكونات المحفظة من الصكوك للتحديد الجيد لوقت البيع والشراء ، فيجب أن يكون مدير المحفظة الاستثمارية دقيق الملاحظة بالنسبة لأداء الصكوك الاستثمارية داخل المحفظة ، لأنه قد تطرأ أحوال شديدة التقلب على السوق يمكن أن تتسبب في خسائر هائلة ، ومن ثم فعلى الأشخاص غير المتخصصين في إدارة المحافظ توكيل جهة متخصصة للقيام بذلك حتى تتمكن من إدارتها بكفاءة^(١).

سادساً: يمكن استخدام مبدأ السيادة في تكوين المحفظة الاستثمارية. ويعني مبدأ السيادة: استخدام العائدات والمخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات المتاحة كأساس للمفاضلة بينها. ويقضي مبدأ السيادة بأنه:

(أ) إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة ، فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائده لأقل قدر من المخاطر.

(ب) إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الاستثمارية المتاحة ، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد^(٢).

ويقاس مهارة مدير المحفظة الاستثمار بأداء المحفظة ، وثمة ثلاث مستويات لذلك:

أ. أداء جيد: ويكون أداء المحفظة الاستثمارية جيداً عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق.

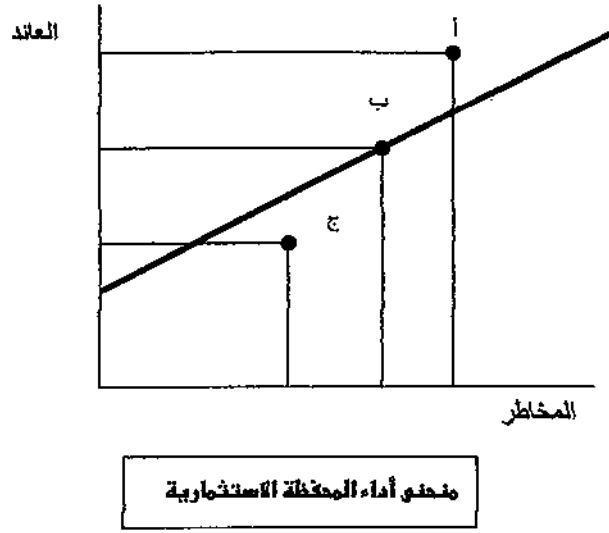
ب. أداء مقبول: ويكون أداء المحفظة الاستثمارية مقبولاً عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.

ج. أداء غير مقبول: عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق^(٣).

(١) محمد: كيف تبني محفظتك؟ www.islamonline.net . تفصيل الموقع

(٢) هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، ص: ٢٧٤.

(٣) المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية ، ص: ٢٠٥. (مرجع سابق).



بقي أن نشير إلى أنه في حال تعيين المستثمر مديراً للمحفظة الاستثمارية ، يجب أن يعرف أن كفاءة المدير ويقظته لا تكفلان بالضرورة الوصول إلى زيادة أصول المحفظة أو ارتفاع عائداتها ، إذ إن تحقيق ذلك يعتمد على عوامل أخرى تفلت من سيطرة المدير ، ومن بينها العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تؤثر على ما سبق أن قرره المدير من قواعد تشكل خطته للاستثمار في أسواق المال. وبناء عليه فإن المستثمر إذا خول مدير المحفظة الحرية الكاملة في إدارة محفظته ، وكانت اختيارات المدير في بيع وشراء الصكوك الاستثمارية تقوم على أسس منطقية وعملية ، فلا يسأل صاحب المحفظة عن الخسارة التي قد تلحق بالمحفظة إثر إخفاق توقعاته^(١).

بالإضافة إلى علاج مخاطر المحفظة الاستثمارية ، فإن التنويع يعتبر وسيلة هامة لحماية الاستثمارات من مخاطر السوق ، فبالنسبة لمخاطر سوق السلع وسوق الأموال ، فإن على المؤسسة أن تستثمر في أكثر من سوق للتقليل من آثار هذه المخاطر ، وأن يوزع استثماراته بين مجالات وصكوك مختلفة حتى يجنب مشروعه من آثار التقلبات التي تحصل في سوق واحدة.

ومخاطر سعر الصرف ، يمكن حماية الاستثمارات منها بالتنويع كذلك. فعلى المؤسسة الاستثمارية أن لا تعتمد في الادخار على عملة واحدة ؛ لأن العملة الواحدة معرضة للانخفاض والتقلبات ، وتنويع العملات تخفف على المؤسسة آثار تقلب العملات. لأن الاحتفاظ بالمدخرات كلها

^(١) فضلي ، هشام: إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير - دراسة قانونية مقارنة ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، دط ، ٢٠٠٤م ، ص: ١٢٣ ، ١٢٤.

بعملة واحدة يكون وقع انخفاض العملة على المؤسسة أشد مما لو كانت المدخرات بعملات مختلفة ويتعرض بعضها للانخفاض ، بحيث لو انخفضت عملة ارتفعت بالمقابلة عملات أخرى.

ويمكن الإفادة من التنويع في علاج المخاطر البيئية. فنظرا للتأثير السلبي البالغ لهذه المخاطر يجب على المؤسسات أن تستنفد الوسائل للوقاية منها ، ولما كان من الصعب الوقاية من بعض هذه المخاطر ، يجب على المستثمر أن يخفف من أثارها إن وقعت بالتنويع ، فالتنويع في مثل هذه الاستثمارات يجب أن يقوم على أساس المناطق الجغرافية ، فكثير من الشركات العالمية لها فروع في كافة أنحاء العالم ، بحيث لو تعرض قطر من هذه الأقطار للمخاطر تنجو الفروع الأخرى المنتشرة في أقطار جغرافية أخرى.





يمكن الوقاية من المخاطر الرقمية بشكل عام ، كما يمكن استدراك ما تلف من بيانات شريطة اتخاذ التدابير اللازمة. فالمخاطر الالكترونية مع أنه يسهل تفاديها على الأقل بالمقارنة مع المخاطر الأخرى ، إلا أن أي تهاون في التعامل معها يلحق بالمؤسسة خسائر فادحة ؛ لأنها سريعة الوقوع وشديدة التأثير. ويمكن البحث عن سبل الوقاية من هذه المخاطر أو علاجها حسب أصنافها.

الصف الأول: مخاطر الاستخدام غير القانوني للتكنولوجيا.

تطور شركة مايكروسوفت الرائدة في إنتاج البرمجيات وشركات متخصصة أخرى برامج لحماية بيانات المؤسسات والبيانات الشخصية من عمليات القرصنة ، فالواجب هنا إعمال قاعدة "الوقاية خير من العلاج" ؛ لأنه بعد اختراق أنظمة المؤسسة والتعدي على بيانات المؤسسة من القرصنة يكون من المكلف تدارك الآثار ، وعلى سبيل المثال: في حال سرقة أموال رقمية ، فإنه يكون من الصعب العثور على الجهة التي قامت بسرقة الأموال ؛ لأن السارق يقوم بتشفير آثار ومسارات الأموال. إلا أنه بفضل جهود المتخصصين أمكن الإفادة من الأدلة الرقمية في تتبع آثار الجريمة ولو بشكل محدود ، ومن هذه الأدلة: صفحات الويب التي زارها الجاني ، البريد الإلكتروني ، والفيديو الرقمي ، وحلقات الدردشة^(١). إلا أن الوقت ما زال مبكراً للقول باعتمادها كوسيلة لضبط الجريمة. لذا يجدر بالمؤسسات المالية استخدام برامج التحصين ، ومن هذه البرامج: برنامج الجدار الناري firewall وهو مدمج مع برنامج Windows XP ، هذا بالنسبة للقرصنة من خلال شبكة الانترنت. أما سرقة البيانات من أقراص الحواسيب ، فإنه يمكن حمايتها من خلال برامج حماية البيانات بالتشفير المحكم.

الصف الثاني: مخاطر الهجوم الالكتروني.

يمكن الوقاية من مخاطر الهجوم الالكتروني الذي يكون عن طريق هجوم فيروس على الجهاز كله أو على البيانات المخزنة في الأجهزة ، بواسطة استخدام برامج مكافحة الفيروسات ، وثمة شركات رائدة في صناعة برامج مكافحة الفيروسات من أشهرها شركة Norton ، ونظراً

(١) عبد المطلب: أنموذج مقترح لقواعد اعتماد الدليل الرقمي للإثبات في الجرائم عبر الكمبيوتر ، ج: ٥ ، ص: ٢٢٣٧.

لتجديد الفيروسات بشكل دوري يجب تحديث برامج مكافحتها. كما يمكن الوقاية من الفيروسات من خلال الابتعاد عن المواقع المشبوهة.

الصفحة الثالثة: تعرض قواعد البيانات لأعطال فنية.

أما المخاطر التي تنجم عن تعطل الأجهزة ، فيمكن الوقاية منها من خلال الصيانة الدورية لأجهزة المؤسسة ، كما يمكن الوقاية من آثارها من خلال عمليات النسخ الاحتياطي Backup التي تحفظ نسخا احتياطية من البيانات المخزنة في الأجهزة على أقراص خارجية ، كما أن هذه المخاطر باتت أقل وقع على المؤسسات المالية نظر لوجود شبكات تتوزع فيها المعلومات ، بحيث لو تعطل جهاز ، فإن المعلومات لا تتأثر بذلك ؛ لأنها تكون محفوظة في أجهزة مركزية (الملقمات) يجب على المؤسسات المالية الاهتمام والاعتناء بها بالصيانة الدورية ، وتزويدها ببرامج حماية من أعمال القرصنة وهجوم الفيروسات.

فقرة: مخاطر أخرى

وهناك نوع آخر من المخاطر غير المنتظمة ، وهي مخاطر السرقة ومخاطر الحريق ، وهذه المخاطر تمس أصول الصكوك الاستثمارية ، ولذا تعتبر من أشد المخاطر على الصكوك الاستثمارية. وتنقسم هذه المخاطر من حيث تحمل المسؤولية إلى:

- مخاطر إدارية تنتج عن عدم اتخاذ تدابير الوقاية منها ، فمخاطر الحريق تكون نتيجة لعدم توفير وسائل السلامة ، كما قد يكون عدم التزام قواعد السلامة في حفظ المواد قابلة الاشتعال ، ويمكن الوقاية منها عن طريق توفير وسائل السلامة كإطفاء ضد الحريق ، ومستودعات آمنة لحفظ المواد القابلة للاشتعال ، ويتحمل مسؤولية وقوع هذه المخاطر مدير المشروع في حال عدم اتخاذ التدابير اللازم. كما هو الحال في حالة السرقة ، فيجب وضع حراسة وأجهزة إنذار تقي المشروع من التعرض لخطرها.

- مخاطر تخرج عن إرادة المدير ، وهي التي تقع بعد اتخاذ التدابير اللازمة ، وهذه لا يتحمل مسؤوليتها أي طرف.

وفي كل الأحوال يجب على المؤسسة المديرة للصكوك الاستثمارية أن تكتتب في مؤسسات التأمين الإسلامية ضد هذه المخاطر.



ركزت هذه الجولة في عالم الاستثمار ومخاطره على دراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية والمخاطر التي تتعرض لها وآليات علاج هذه المخاطر ، وقد وقفت الدراسة خلال هذه الجولة على عدد من المحطات تتمثل في:

أولاً: الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، وذلك للتعرف على: مفهومها وأنواعها ، وعملية تصكيك الأصول ، وعلاقة هذه الأصول القابلة للتصكيك بصيغ التمويل الإسلامية ، والضوابط الشرعية والفنية لإصدار الصكوك وتداولها ، كما تعرضت الدراسة لسوق الصكوك الاستثمارية والتجارب العملية في إصدارها.

ثانياً: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، وذلك لتحديد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية الإسلامية وطبيعتها ، وأهم هذه المخاطر ، هي: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية ، ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية ، ومخاطر الائتمان ، ومخاطر السوق وسعر الصرف ، ومخاطر سوء الإدارة والأخلاق ، ومخاطر إدارة المحفظة الاستثمارية ، والمخاطر السياسية ، ومخاطر البيئة ، والمخاطر الالكترونية.

ثالثاً: وانتهت الجولة عند آليات علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، وأبرزها: الضمان بمختلف معانيه ، والتأمين من خلال المؤسسات الإسلامية للتأمين التعاوني ، وتكوين الاحتياطات ، وإدارة المخاطر ، ودراسات الجدوى الاقتصادية ، وتنويع الاستثمارات ، واستراتيجيات التحوط ، والشرط الجزائي ، والعلاج النوعي لهذه المخاطر.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها:

أولاً: إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تختلف عن سائر الأوراق المالية التقليدية وأنها بديل عنها كلها ، وعليه يمكن الاستغناء بها عن السندات المحرمة ، والأسهم باعتبارها نوعاً من أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي تصدر على أساس صيغ التمويل الإسلامية كلها.

ثانياً: تتفوق الصكوك الاستثمارية الإسلامية على الأوراق المالية التقليدية بأنها لا تتعرض لمخاطر سعر الفائدة ؛ نظراً لعدم الاعتماد بها ولا بمعدلاتها. كما أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تمثل ملكية حصة شائعة في أصول المالية الحقيقية ، وهذه الأصول ترتفع أسعارها في أوقات

التضخم مع الارتفاع في مستوى العام لأسعار السلع والخدمات ، مما يعني أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية لا تتأثر بالتضخم إلا إيجاباً.

ثالثاً: توصل الباحث إلى حصر أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك في: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية ، ومخاطر صيغ التمويل الإسلامية ، ومخاطر الائتمان ، ومخاطر السوق وسعر الصرف ، ومخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء الأخلاق ، ومخاطر إدارة المحفظة الاستثمارية ، والمخاطر السياسية ، ومخاطر البيئة ، والمخاطر الإلكترونية.

رابعاً: تعالج مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية من خلال الآليات الآتية:

١. إعداد دراسات شرعية للمشروع قبل دراسات الجدوى الاقتصادية.
٢. تفعيل دور هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية. كما أن المراقبين الشرعيين في المؤسسات يجب أن يكونوا ملمين بالقضايا الاقتصادية وحقيقتها بالإضافة إلى الرصيد الشرعي الذي يؤهلهم للحكم على المسائل المستجدة.
٣. على المؤسسات المالية الإسلامية اعتماد المعايير الشرعية التي تصدر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

خامساً: يمكن علاج مخاطر الائتمان بتطبيق الاستراتيجيات الآتية:

١. أخذ الضمانات ، كالرهن ، وكل الضمانات التي تضمن استرداد الحق.
٢. كفالة طرف ثالث على أساس التبرع.
٣. الاكتتاب في شركات التأمين الإسلامية. فيمكن أن تأخذ شركة التأمين صورة جمعية تعاونية بين المؤسسات المالية المحلية وإعادة التأمين لدى الشركات الكبرى ، أو أن تكتتب المؤسسة مباشرة لدى شركات التأمين الإسلامي.
٤. تكوين احتياطات نظامية محلية للمؤسسة عندما تحقق أرباحاً.
٥. الشرط الجزائي. وذلك وفق شروط العمل به.

سادساً: تعالج مخاطر السوق وسعر الصرف من خلال عدد من الاستراتيجيات:

١. الإعداد الجيد لدراسات جدوى اقتصادية دقيقة تدرس خلالها المؤسسة المصدرة للصكوك حالة السوق ، والتقلبات المتوقعة في مستوى الأسعار من خلال المعطيات المتوفرة لسنوات معينة.
٢. اختيار التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق.

٣. اختيار عملات الاستثمار بعناية ؛ لأن المؤسسة تحتفظ بعائدات الاستثمار على شكل مدخرات لمدد قد تطول ، فعليها أن تحتفظ بمدخراتها بعملات تتسم بنوع من الاستقرار.

٤. التأمين على استثماراته لدى شركات التأمين الإسلامي.

٥. استراتيجيات التحوط الإسلامية.

٦. التنويع في الاستثمارات ، والتنويع يشمل تنويع الأسواق ، ومجالات الاستثمار ، والعملات المستثمر بها.

سابعاً: يمكن علاج مخاطر سوء إدارة المشروع والمحفظة الاستثمارية وسوء الأخلاق بالأساليب التالية:

١. تطبيق الفلسفة الإسلامية للإدارة والتي تقوم على أساس الممازجة بين الأخلاق والدين والربط بينهما وعدم التفريق بين القاعدة الأخلاقية والقاعدة التشريعية في اختيار المدير.

٢. تمتع المدير بالخبرة اللازمة لإدارة المشروع الاستثماري أو المحفظة الاستثمارية ، ويعرف ذلك من خلال سيرته الذاتية وخبراته العملية.

٣. تشريك حملة الصكوك في مراقبة الأعمال الإدارية والقرارات المالية والاستثمارية وسلوك المدير من خلال لجنة تمثلهم.

٤. تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية.

ثامناً: الوقاية من المخاطر السياسية أو التخفيف من أثارها يكون بأحد الوسائل التالية:

١. الاكتتاب في المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وانتماء الصناديق التابعة للبنك الإسلامي للتنمية.

٢. الاختيار بعناية بلد الاستثمار ، باعتماد معطيات دقيقة.

تاسعاً: ويمكن الوقاية من مخاطر البيئة أو التخفيف من أثارها من خلال:

١. اتخاذ إجراءات السلامة لحماية الأصول من أي خطر بيئي.

٢. الاشتراك في مؤسسات التأمين التعاوني الإسلامي.

عاشراً: الوقاية من المخاطر الالكترونية تكون من خلال اتباع الإجراءات الآتية:

١. استخدام البرامج المحصنة المطورة من شركات رائدة في المجال.

٢. تحصين قواعد البيانات من خلال تشفير البيانات والمعلومات.

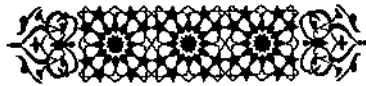
٣. استخدام برامج مكافحة الفيروسات وتحديثها بشكل مستمر.

٤. النسخ الاحتياطي Backup بشكل دوري.

الحادي عشر: إن من المخاطر الجوهرية التي تتعرض لها صكوك الإجارة عدم التعرف بدقة على نفقات صيانة الأصول المؤجرة وبخاصة ذات التكاليف العالية. ويمكن علاجها من خلال التأمين ، فيحوّل قسط التأمين الكلفة غير المعروفة إلى كلفة مقدرة محسوبة منذ إنشاء عقد التأمين مما يجعل من تأثير عامل عدم التوقع في نفقات صيانة ضئيلاً.

الثاني عشر: لعلاج مخاطر صكوك المضاربة لا ينبغي التشبث بضمان طرف ثالث فقط كوسيلة وحيدة لذلك ، وإنما يجب وضع آليات أخرى بديلة ، وفق الترتيب التالي:

١. الاكتتاب في شركات التأمين التعاوني.
٢. تكون احتياطات من فائض الأرباح التي تحققها المؤسسة.
٣. ضمان طرف ثالث مستقل عن العملية الاستثمارية.



توصيات

أولاً: دعوة المؤسسات المالية الإسلامية إلى توحيد جهودها في مجال الاستثمار عموماً وتنظيم وإصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتداولها خصوصاً ، للتغلب على المصاعب التي تواجهها نتيجة لعملها في بيئة تسودها المؤسسات المالية التقليدية.

ثانياً: إنشاء مركز متخصص لإدارة وتنظيم الصكوك الاستثمارية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين المؤسسات المالية الإسلامية ، وعقد ندوات ومؤتمرات وإعداد دراسات وأبحاث متخصصة ، والمساهمة في تكوين أكاديميين متخصصين لتلبية الحاجة العلمية لهذه المؤسسات.

ثالثاً: إقامة هيئات متخصصة تابعة للمؤسسات المالية الإسلامية تتولى مهمة البحث عن أدوات تمويلية جديدة بالإفادة من مرونة الهندسة المالية الإسلامية ، واستنباط أدوات إسلامية لإدارة مخاطر الاستثمار من القواعد المالية الإسلامية. بدل الاعتماد في ذلك على الأدوات التقليدية التي تحمل في طياتها كثيراً من المحاذير الشرعية ، والبحث عن آليات مبتكرة لعلاج هذه المخاطر.

رابعاً: سن تشريعات تحمي الصكوك الاستثمارية الإسلامية خاصة ، والمؤسسات المالية الإسلامية.

خامساً: حري بصكوك استثمارية أريد لها منافسة الأوراق المالية التقليدية في عقر أسواقها حري بها ألا تكون مبنية على أسس خلافية. وعليه ، فإن الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية ، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي الأخرى مطالبة بتوحيد جهودها للتوصل إلى قواعد مالية إسلامية موحدة حيال كل القضايا الجوهرية المختلف فيها شرعياً ، ووضع معايير ملزمة لكافة المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في سوق المال بحيث يمنع الترخيص لأية مؤسسة بطرح صكوكها الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية العالمية إلا بعد التزامها بتلك المعايير.

سادساً: زيادة فعالية هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية ، حتى تقوم بواجبها تجاه تنقية التعاملات المالية الإسلامية من المخالفات الشرعية من خلال تعيين كوادر متخصصين في العلوم الشرعية والصيرفة الإسلامية والتقليدية ، ومنحها صلاحيات أوسع لتقوم بواجبها بحياد تام.

سابعاً: إنشاء هيئات ومؤسسات مساعدة تقوم بتنفيذ النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الأبحاث والدراسات والمؤتمرات والندوات المتخصصة في مجال الأسواق والمنتجات المالية الإسلامية وترجمتها إلى إجراءات عملية ملموسة.

ثامناً: لما كانت الزراعة تعتبر المصدر الرئيس للدخل في كثير من الدول النامية أدعو المستثمرين في مختلف الأقطار إلى الاستثمار في القطاع الزراعي في هذه الدول بإصدار صكوك زراعية ؛ وتمتلك هذه الدول العوامل المساعدة على رواج هذه الصكوك كامتلاكها مساحات شائعة من الأراضي الصالحة للزراعة بطبيعتها مما يوفر استخدام الأسمدة ، بالإضافة إلى وفرة المياه المتمثلة في الأمطار الموسمية والبحيرات والأنهار والمياه الجوفية التي لا تكلف جرّها إلا مبالغ زهيدة بالمقارنة مع نفس العملية في دول أخرى.

تاسعاً: تفعيل التفاهات والاتفاقات المتعلقة بالتعاون الاقتصادي الموقعة بين الدول الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي وترجمتها إلى الواقع لدعم الجهود الرامية إلى تطوير السوق المالية الإسلامية العالمية الوليدة لتحقيق أهدافها في اجتذاب المدخرات الإسلامية في البنوك والأسواق العالمية لاستثمارها في المنطقة الإسلامية.

عاشراً: إلغاء كافة الحواجز والقيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي لضخ فوائض مدخرات الدول الغنية في أسواق الدول الأقل نمواً والتي تتميز بانخفاض تكاليف الاستثمار فيها لتوفر مواد الخام بهدف إنعاش الاقتصادات الراكدة ، وتعظيم أرباح المستثمرين ، تمهيداً لتحقيق هدف التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية كضرورة لأداء السوق المالية دورها المناط بها في تنشيط الحياة الاقتصادية.

الحادي عشر: وأخيراً أدعو أساتذتي الكرام وزملائي الأعزاء من الباحثين إلى إجراء مزيد من الدراسات والأبحاث في حقل الهندسة المالية الإسلامية ، والبحث في موضوعات لم يتسن لي التطرق إليها ، منها: ابتكار صيغ تمويلية إسلامية قابلة للتصكيك ، ودور الصكوك الاستثمارية الإسلامية في التنمية الاقتصادية ، ودور الصكوك الزراعية في إنعاش اقتصادات الدول النامية وانتشالها من الأزمات الاقتصادية ، ودور الصكوك الاستثمارية الإسلامية في تدوير فوائض الدول الإسلامية ، وإعادة هندسة الآليات التي توصلت إليها الاقتصاد التقليدي للحوط ضد المخاطر وفق القواعد المالية الإسلامية ، وتقديم رؤى واستراتيجيات واضحة لتوحيد جهود المؤسسات المالية الإسلامية. وغير ذلك من الموضوعات الخصبة المرتبطة بالسوق المالية

الإسلامية التي بات لها مستقبل واعد يتجلى في النجاحات التي حققتها الصناعة المالية الإسلامية.



•

المصادر والمراجع

- (١) القرآن الكريم
- (٢) أبو إسحاق ، إبراهيم بن محمد بن عبد الله. ١٤٠٠هـ.
- المبدع. المكتب الإسلامي ، بيروت - لبنان ، د.ط.
- (٣) الأبجي ، كوثر عبد الفتاح. ١٤٠٥هـ/١٩٨٥م.
- دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي. مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - السعودية ، م: ٢ ، ع: ٢.
- (٤) إرشيد ، محمود عبد الكريم أحمد. ٢٠٠١م.
- الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية. دار النفائس ، عمان - الأردن.
- (٥) أسعد ، رياض. ١٤٣٥هـ/٢٠١٤م.
- استخدام الأدوات المالية الحديثة في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية. مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.
- (٦) البخاري ، محمد بن إسماعيل. ١٤٠٧هـ/١٩٨٧م.
- صحيح البخاري. تحقيق: مصطفى ديب البغا ، دار ابن كثير ، بيروت - لبنان ، ط: ٣.
- (٧) البهوتي ، منصور بن يونس ، ١٤٠٣هـ.
كشاف القناع. تحقيق: هلال مصيلحي مصطفى هلال ، دار الفكر ، بيروت - لبنان ، د.ط.
- (٨) البيهقي ، أحمد بن الحسين بن علي. ١٤١٤هـ/١٩٩٤م.
- سنن البيهقي الكبرى. تحقيق: محمد عبد القادر عطا ، مكتبة دار الباز ، مكة

المكرمة - السعودية ، د.ط. ،

(٩) جرابة ، محمد الحبيب.

- الأدوات المالية التقليدية ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، جدة - السعودية.

(١٠) الحرازي ، عمر حامد. ١٤٢٥هـ/٢٠٠٤م.

- مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تقليلها. مؤتمر إدارة المخاطر في

المصارف الإسلامية ، عمان - الأردن.

(١١) الخطاب ، محمد بن محمد. ١٩٧٨م.

- مواهب الجليل لشرح مختصر خليل. دار الفكر ، بيروت - لبنان.

(١٢) حسان ، حامد حسين. ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م.

- صكوك الاستثمار. هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية ،

المنامة - البحرين.

(١٣) حسن ، توفيق عبد الرحيم. ١٤٢٥هـ/٢٠٠٥م.

- مبادئ الاقتصاد الجزئي. دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط:١.

(١٤) حماد ، طارق عبد العال. ٢٠٠٣م.

- إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك). الدار الجامعية ، دم. ، د.ط.

(١٥) خان ، طارق الله وأحمد ، حبيب. ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م.

- إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية. ترجمة: عثمان

بابكر أحمد ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة -

السعودية ، ط:١.

(١٦) خريوش ، حسني علي وأرشيد ، عبد المعطي رضا ، ١٩٩٩م.

- الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، دار زهران ، عمان - المملكة

الأردنية الهاشمية ، د.ط. ،

(١٧) الدبو ، إبراهيم فاضل. ١٤١٧هـ/١٩٩٧م.

- ضمان المنافع دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي والقانون المدني ، دار عمار ،

عمان - الأردن ، ط:١.

- (١٨) ابن رشد الأندلسي ، أبو الوليد محمد بن أحمد. ١٤٢٢هـ/٢٠٠٢م.
- بداية المجتهد ونهاية المقتصد. تحقيق: الشيخ على محمد معوض ، والشيخ عادل أحمد عبد الموجود ، دار الكتب العلمية ، بيروت - لبنان ، ط: ١.
- (١٩) الرازي ، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر. د.ت.
- مختار الصحاح. دار الكتاب العربي ، بيروت - لبنان ، د.ط.
- (٢٠) أبو زيد ، محمد عبد المنعم. أ. ١٤١٧هـ/١٩٩٦م ، ب. ١٤٢٠هـ/٢٠٠٠م.
- (أ) الضمان في الفقه الإسلامي. المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة - مصر ، ط: ١.
- (ب) نحو تطوير نظام المضاربة في المصارف الإسلامية. المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة - مصر ، د.ط.
- (٢١) الزحيلي ، محمد. ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م.
- الشرط الجزائي في المعاملات المالية والمصرفية. مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية ، دبي - الإمارات العربية المتحدة ، ع: ٢٥.
- (٢٢) الزميلي ، وهبة. ١٤٠٥هـ/١٩٨٥م.
- الفقه الإسلامي وأدلته. دار الفكر للطباعة والتوزيع والنشر ، دمشق - سوريا ، ط: ٢.
- (٢٣) الزرقا ، محمد أنس ، والقري ، محمد علي. ١٤١١هـ/١٩٩١م.
- التعويض عن ضرر المماثلة في الدين بين الفقه والاقتصاد. مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - المملكة العربية السعودية.
- (٢٤) زعتري ، علاء الدين. ١٤٢٤هـ/٢٠٠٤م.
- التكيف الشرعي للمستقبليات والخيارات والمبادرات والإمكانيات العملية لابتكار بدائل مقبولة لأدوات الوقاء (التحوط) الحديثة. مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، أكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.
- (٢٥) الساعاتي ، عبد الرحيم. أ. ١٤٢٣هـ/٢٠٠٣م ، ب. ١٤١٩هـ/١٩٩٩م.
- مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة. مجلة جامعة الملك عبد العزيز

للاقتصاد الإسلامي ، جدة - السعودية ، م: ١٥.

- نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية. مجلة جامعة الملك عبد

العزیز للاقتصاد الإسلامي ، جدة - السعودية.

(٢٦) سعد الله ، رضا. ١٤٣٠هـ/ ٢٠٠٩م.

- مفهوم الزمن في الاقتصاد الإسلامي. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك

الإسلامي للتنمية ، جدة - السعودية ، ط: ١.

(٢٧) شابرا ، محمد عمر. ١٤١٠هـ/ ١٩٩٠م.

- نحو نظام نقدي عادل - دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء

الإسلامي. المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، فرجينيا - الولايات المتحدة الأمريكية ، ط: ٢.

(٢٨) الشافعي ، محمد بن إدريس. ١٣٩٣هـ

- الأم. دار المعرفة ، بيروت - لبنان ، ط: ٢.

(٢٩) الشايجي ، وليد خالد والمجبي ، عبد الله يوسف. د.ت.

- بحث الصكوك الاستثمارية الشرعية ، الكويت.

(٣٠) الشمري ، ناظم محمد نوري. أ. ١٩٨٨م. ب. ١٩٩٩م

(أ) النقود والمصارف. مديرية دار الكتب للطباعة والنشر ، الموصل - العراق ،

د.ط.

(ب) أساسيات الاستثمار العيني والمالي. دار وائل للطباعة والنشر ، عمان -

الأردن ، ط: ١.

(٣١) الشنتير ، صالح موسى. ١٤٣٥هـ/ ٢٠١٤م.

- مخاطر استثمارات المصارف الإسلامية المحلية والدولية ، مؤتمر إدارة

المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان -

الأردن.

- (٣٢) **الشوا ، محمد سامي. ١٤٢٤هـ/٢٠٠٣م.**
- الجرائم التي استحدثتها المعلوماتية للتعدي على الذمة المالية للغير. مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي - الإمارات العربية المتحدة.
- (٣٣) **الشوكاني ، محمد علي. ١٩٧٣م.**
- نيل الأوطار. دار الجيل ، بيروت - لبنان ، د.ط.
- (٣٤) **شبيب ، محمد عثمان. ١٤١٦هـ/١٩٩٦م.**
- المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي. دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١.
- (٣٥) **شرف الدين ، أحمد السعد. ١٩٨٦م.**
- عقود التأمين وعقود ضمان الاستثمار (واقعها الحالي وحكمها الشرعي)، دن ، مصر ، د.ط. ،
- (٣٦) **الطافي ، علي السيد عبد الحكيم. ١٩٦٦م.**
- الضمان في الفقه الإسلامي: أسبابه ومجالاته في العقود - دراسة مقارنة. مطبعة الأدب ، النجف الأشرف - العراق ، د.ط.
- (٣٧) **الصياد ، أحمد. ١٤٢٥هـ/٢٠٠٤م.**
- إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (الواقع والمخاطرة). مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.
- (٣٨) **الطبراني ، سليمان بن أحمد. ١٤٠٤هـ/١٩٨٣م.**
- المعجم الكبير. تحقيق: حمدي بن عبد المجيد ، مكتبة العلوم والحكم ، الموصل - العراق ، ط: ٢.
- (٣٩) **الطبري ، محمد بن جريز. ١٤٠٥هـ.**
- تفسير الطبري. دار الفكر ، بيروت - لبنان ، د.ط.
- (٤٠) **العيادي ، أحمد. ١٤٢٥هـ/٢٠٠٥م.**

- (٤١) **عبد الحافظ، السيد الجدوي، د.د.**
- المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها. مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.
- (٤٢) **عبد العظيم، حمدي، ١٤١٧هـ/١٩٩٦م.**
- إدارة الأسواق والمؤسسات المالية - نظرة معاصرة. دار الفكر العربي ، القاهرة - مصر ، د.ط.
- (٤٣) **عبد الكريم، عبد العزيز مصطفى، ٢٠٠٣م.**
- دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي. المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة - مصر ، ط: ١.
- (٤٤) **عبد المطلب ، ممدوح عبد الحميد، ١٤١٤هـ/٢٠٠٣م.**
- دراسة الجدوى وتقييم المشروعات. دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١.
- (٤٥) **عبيد الله ، محمد، ١٤١٩هـ.**
- أنموذج مقترح لقواعد اعتماد الدليل الرقمي للإثبات في الجرائم عبر الكمبيوتر. مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، دبي - الإمارات العربية المتحدة.
- (٤٦) **عثمان ، سعيد عبد العزيز، ٢٠٠٠م.**
- الخيارات. ملخص بحث مقدم إلى ندوة حوار الأربعاء ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز ، جدة - السعودية.
- (٤٧) **عليان ، شوكت محمد، ١٤١٦هـ/١٩٩٦م.**
- دارسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق. الدار الجامعية ، دم ، د.ط.
- (٤٨) **أبو غدة ، عبد الستار، ١٤٣٥هـ/٢٠١٤م.**
- التأمين في الشريعة والقانون. دار الشواف للنشر والتوزيع ، الرياض - السعودية، ط: ٣.
- (٤٩) **أبو غدة ، عبد الستار، ١٤٣٥هـ/٢٠١٤م.**
- مخاطر الصكوك الإسلامية. بحث مقدم إلى ندوة: "إدارة المخاطر في المصارف

الإسلامية" ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.

(٤٩) فضلي ، وشام. ٢٠٠٤م.

- إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير - دراسة قانونية مقارنة. دار الجامعة

الجديدة ، مصر ، د.ط.

(٥٠) ابن قدامة ، محمد بن أحمد المقدسي. أ. ١٤١٩هـ/ ١٩٩٩م. ب. ١٤٠٥هـ.

(أ) المغني. تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو ، دار عالم الكتب ، الرياض - السعودية ، ط: ٤.

(ب) المغني. دار الفكر ، بيروت - لبنان ، ط: ١.

(٥١) القرطبي ، محمد بن أحمد. ١٣٧٢هـ.

- تفسير القرطبي. تحقيق: أحمد عبد العليم البردوني ، دار الشعب ، القاهرة -

مصر ، ط: ٢.

(٥٢) القره داغي ، علي محي الدين علي. ١٤٢٣هـ/ ٢٠٠٣م.

- بحوث في الاقتصاد الإسلامي. دار البشائر الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع ،

بيروت - لبنان ، ط: ١.

(٥٣) قحف ، منذر. ١٤٢٠هـ/ ٢٠٠٠م.

سندات الإجارة والأعيان المؤجرة. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، البنك

الإسلامي للتنمية ، جدة - المملكة العربية السعودية ، ط: ٢.

(٥٤) ابن كثير ، أبو الفداء إسماعيل بن عمر دمشقي. ١٤٠١هـ.

- تفسير القرآن العظيم. دار الفكر ، بيروت - لبنان ، د.ط.

(٥٥) كداوي ، طلال محمود. ٢٠٠٣م.

- الجدوى الاقتصادية للمشروعات. دار ومكتبة الحامد لنشر والتوزيع ، عمان -

الأردن ، ط: ١.

(٥٦) مالك ، أنس. د.ت.

(أ) المدونة الكبرى. دار صادر ، بيروت - لبنان ، د.ط.

(ب) الموطأ. تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي ، دار إحياء التراث العربي ، مصر ،

د.ط ، د.ت.

(٥٧) **المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات. ١٤٢٣هـ.**

- التقرير السنوي للمؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات. البنك الإسلامي للتنمية ، جدة - السعودية. (تقرير غير منشور).

(٥٨) **المصري ، رفيع. ١٤١٠هـ/ ١٩٩٠م.**

- بيع التفسير: تحليل فقهي واقتصادي. دار القلم والدار الشامية، دمشق - سوريا ، بيروت - لبنان ، د.ط.

(٥٩) **المومني ، غازي فلام. ١٤٢٣هـ/ ٢٠٠٣م.**

- إدارة المحافظ الاستثمارية. دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان - الأردن ، ط: ١.

(٦٠) **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**

(٦١) **معروف ، هوشيار ١٤٢٤هـ/ ٢٠٠٣م**

- الاستثمارات والأسواق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان - المملكة الأردنية الهاشمية ، ط: ١.

(٦٢) **ملائكة ، طالم جميل. ٢٠٠٣م.**

- التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية. ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي ، المنامة - مملكة البحرين.

(٦٣) **ملحم ، أحمد سالم أ. ١٤٢٠هـ/ ٢٠٠٠م ، ب. ١٤٢٥هـ/ ٢٠٠٤م.**

(أ) التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركة التأمين الإسلامية (الأردن).
دين ، عمان - الأردن ، ط: ١.

(ب) دور التأمين الإسلامي في تقليل المخاطر في المصارف الإسلامية. مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان - الأردن.

(٦٤) **موسى ، محمد يوسف. ١٩٨٧م.**

- الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي. دار الفكر العربي ، د.ط.

(٦٥) **النبهان ، محمد فاروق. د.ت.**

- أبحاث في الاقتصاد الإسلامي. مؤسسة الرسالة ، دم ، د.ط.

(٦٦) النصر ، محمد محمود وشامية ، عبد الله محمد. ١٩٨٩م

- مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار الأمل للنشر والتوزيع ، إربد - الأردن ، ط: ٧ .

(٦٧) النووي ، أبو زكريا يحيى بن شرف. ١٣٩٢هـ.

شرح النووي على صحيح مسلم. دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان ، ط: ٢.

(٦٨) هندي ، منير إبراهيم. ١٩٩٩م

— أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. منشأة المعارف الإسكندرية ، الإسكندرية - جمهور مصر العربية ، دن.

(٦٩) هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية. ١٤٢٤هـ/ ٢٠٠٣م.

— المعايير الشريعة "النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية". هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية ، المنامة - البحرين.

المراجع الأجنبية

Tariq, Ali Arsalan:

- MANAGING FINANCIAL RISKS OF SUKUK

STRUCTURES, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September ٢٠٠٤

ABDI DUALEH, Suleiman:

- **Islamic Securitization: Practical Aspects**, This is adapted and updated from a paper given by Mr. Dualeh at the Noga Hilton, Geneva July ٩ ٨, ١٩٩٨ for the World Conference on Islamic Banking, P: ٢-٣

المواقع الإلكترونية

www.shamilbank.com

<http://www.islamicfinder.org>

www.zuhayli.net/decision.htm#٣

www.islamonline.com

<http://www.islamicfinder.org/dateConversion.php?lang=arabic>

<http://www.islampedia.com/MIE٢/fatawa/zakat٣.htm>

<http://www.islamicfi.net/arabic/news/artical.asp?id=٥٦٩٨٦>

Abstract

This study has been marked with (Risk mitigation of Islamic Investment SUKUK) to meet the need of Islamic financial institutions in studying Islamic investment SUKUK, and the risks that face, and introducing mechanisms to mitigate those risks, and so this study is made up from three axes:

The first one: Islamic Investment SUKUK.

This is about Islamic investment SUKUK, beginning with securitization of assets on the basis of Islamic funding, to from investment SUKUK are fit to circulation in financial markets, and ending with types of SUKUK due to the terms in which are issued and passing by technical and religious which control the process of issuing and circulating SUKUK.

The Second axis: the risks of Islamic Investment SUKUK.

This concerns with studying the risks that the Islamic investment SUKUK meet and their dimensions and nature. Also concerns with methods of their measurement by using measurement tools of investment risks. And this study concentrates on showing the risks symbolized in: the risks of disagreement of Islamic financial rules, the risks of Islamic funding terms, Credit risks, market and Exchange risks, the risks of managing investment Portfolio, the political risks, the risks of environment and Electronic risks.

The Third one: mitigation of Islamic Investment SUKUK risks.

This concentrates on introducing mechanisms which are beneficial in mitigating the risks of SUKUK after studying, analyzing them economically and in jurisprudence (Fiqh). These mechanisms have been derived from Islamic financial engineering and traditional engineering after re-engineering it due to Islamic financial rule. The most important of these mechanisms: DHAMANE (guarantee), insurance, Local systematic reserves, studying the economical benefit, investment variation and strategies of hedging, and punishment condition.