

# دراسات اقتصادية إسلامية

١٤٣٥هـ ( ٢٠١٤م )

العدد الأول

المجلد العشرون

## المحتويات

### البحوث:

- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية  
سليمان الناصر - ربيعة بن زيد

### قضية للنقاش:

- تطوير صيغ التأمين الإسلامي  
سامي إبراهيم السوليم

### عرض وتحليل كتاب

- الأسس المقاصدية لاقتصاد السوق  
عرض عبدالرزاق بلعباس

### تقارير وأنشطة:

- برنامج المعهد الإسلامي للتعليم الإلكتروني  
مبادرة جديدة لنشر المصرفية الإسلامية  
مستخلصات بحوث النسخة الإنجليزية من المجلة:  
- مستخلصات المجلد ٢٠ العدد ١

## إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية د. سليمان ناصر، وأ. ربيعة بن زيد\*

### مستخلص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية، التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال العالمية، في ظل الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

وفي ظل ذلك الاهتمام العالمي أيضاً، برزت الصكوك الإسلامية الحكومية كنوع من الأدوات المالية التي تساعد الدول والحكومات على تعبئة الموارد وتغطية العجز في الموازنة العامة، وتمويل المشاريع خاصة ما يتعلق منها بالبنية التحتية. وتبعاً لهذا الاهتمام بالصكوك الإسلامية بما فيها الصكوك الحكومية، كانت الحاجة واضحة وملحة إلى أدوات لإدارة المخاطر المتعلقة بإصدار وتداول هذه الصكوك والتحوط منها، وهو ما يسعى هذا البحث إلى دراسته خاصة فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية الحكومية، سواء في الجانب النظري، أو بالتطبيق على صكوك حكومية مصدرة ومتداولة تم اختيار السودانية كنموذج لها.

لذلك فإن الإشكالية الأساسية التي يعالجها البحث تتمثل في: ماهي أهم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية الحكومية؟ وكيف تتم إدارتها؟ وماهي أهم الآليات المطبقة منها في إدارة الصكوك الحكومية السودانية؟.

\* جامعة ورقلة - الجزائر.

\* جامعة ورقلة - الجزائر.

وقد تمت معالجة هذا الموضوع من خلال جزأين نظري وتطبيقي، ومن خلال أربعة محاور كمايلي:

- مفهوم الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة ومشاريع الدولة.
- مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية ظهورها في الصكوك الحكومية.
- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية عامة والصكوك الحكومية خاصة.
- دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية للفترة: ٢٠٠٥ - ٢٠١٠، -

#### ١- مفهوم الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة ومشاريع الدولة:

تقدم الصكوك الإسلامية وبأشكالها المختلفة مساهمات إيجابية من شأنها تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية والدفع بعجلة الاقتصاد إلى الإمام، كما تحقق للأفراد والمؤسسات والمستثمرين فيها والمصدرين لها آثاراً إيجابية ومزايا هامة تعود بالفائدة على المصدر وعلى المجتمع، لذلك نجد الاهتمام الكبير من قبل الباحثين والاقتصاديين والفقهاء المسلمين بتطوير سوق الصكوك الإسلامية لما لها من فوائد اقتصادية واجتماعية عديدة .

#### ١-١- مفهوم الصكوك الإسلامية والصكوك الإسلامية الحكومية:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية، بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً 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»<sup>١</sup>.

ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة.

أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتعرّف حسب قانون الصكوك المصري على أنها: صكوك تصدرها الحكومة أو الهيئات، أو وحدات الإدارة المحلية، أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة<sup>٢</sup>.

١-٢- أنواع الصكوك الإسلامية:

تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، لذلك فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك على النحو الآتي<sup>٣</sup>:

<sup>١</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (١٧) صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، ١٤٣١هـ/٢٠١٠م، ص٢٣٨.

<sup>٢</sup> للمزيد من التفاصيل انظر: الجريدة الرسمية، القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ بشأن إصدار قانون الصكوك، العدد ١٨ مكرر(ب)، الصادر في ٢٨ جمادى الثاني سنة ١٤٣٤هـ الموافق لـ ٠٨ ماي ٢٠١٣م، جمهورية مصر العربية، ص٠٦.

<sup>٣</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (١٧)، مرجع سابق، ص٢٣٨-٢٤٠.

**أولاً- صكوك الإجارة:** يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع. وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في صكوك: ملكية الموجودات (الأعيان)، وملكية المنافع وملكية الخدمات\*.

**ثانياً- صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

**ثالثاً- صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.

**رابعاً-صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

**خامساً- صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

**سادساً- صكوك المضاربة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

**سابعاً- صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس

\* ثمة فرق بين المنافع والخدمات، فالمنافع تتعلق بالأعيان، كمنافع العقارات والطائرات، أما الخدمات فتتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية الصحية.

المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

**ثامناً- صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.

**تاسعاً- صكوك المغارسة:** هي 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.

**عاشراً- صكوك الوكالة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

### ١-٣- دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة:

إن ظهور العجز في الموازنة العامة للدول يبرز الحاجة إلى معالجته، نظراً لعدم إمكانية (وفي أغلب الأحيان) خفض المصاريف أو زيادة الإيرادات في الأجل القصير لإزالة هذا العجز، والذي بات واحداً من أهم المشاكل الاقتصادية التي أثقلت كاهل الحكومات، حيث تواجه العديد من الدول صعوبات كبيرة في الحصول على موارد لتمويل عجز موازنتها خصوصاً في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨م والتي أفرزت شحاً كبيراً في موارد التمويل، ولعل أوضح مثال على ذلك أزمة الديون السيادية التي ضربت عدداً من البلدان الأوروبية مؤخراً.

عادة ما تلجأ الدول لتغطية العجز في ميزانياتها، إما عن طريق السحب من الاحتياطي العام، وهذا ينتج عنه نقصان هذه الاحتياطات

وانخفاض العوائد الناتجة عنها، أو عن طريق الاقتراض من الأسواق الدولية، حيث قد لا تفضل الدول اللجوء إلى هذا الأسلوب نظراً للتبعات التي قد تترتب عن ذلك، أو اللجوء إلى السوق المحلية، وهو ما يعتبر البديل الأنسب من خلال إصدار سندات أو أدونات الخزانة أي اللجوء إلى الدين العام الداخلي. ولما كان التعامل بالسندات وأدونات الخزانة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة لا يتفق مع الضوابط الشرعية، كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية، ولتكون بمثابة وسيلة لسد العجز في الموازنة العامة للدولة، وهنا توجهت الأنظار إلى الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات الهامة التي يمكن أن تكون بديلاً لأدوات الدين العام، وتستفيد منها حكومات الدول لتوفير ما تحتاجه من موارد بغرض تمويل العجز في ميزانياتها، حيث يتميز كل نوع من الصكوك باستجابته للاحتياجات الرسمية بطريقة مرنة، تتمثل فيما يلي<sup>١</sup>:

**أولاً- دور صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية في تمويل احتياجات الدولة:** وهذا النوع من الصكوك السيادية يناسب تمويل المشاريع المولدة أو المدرة للدخل أو للإيراد وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة على أن يشارك المکتتبون في الربح أو الخسارة في نتيجة أعمال المشروع، مثلاً إنجاز طريق عام يتقاضى رسوماً من مستعمله أو محطات الطاقة الكهربائية والموانئ وغيرها. ويمكن للدولة أن تقوم

<sup>١</sup> أسامة عبد الحلیم الجوزية: صكوك الإستثمار ودورها التنامي في الإقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، ٢٠٠٩م، ص ١٧٩-١٨١. وعبد الملك منصور: العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى

الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي-الإمارات، ٣١ مايو - ٠٣ يونيو ٢٠٠٩م. ومقال بعنوان: "البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة"، الشركة الأولى للاستثمار، مارس ١٩٩٩، متاح على الرابط:

<http://iefpedia.com/arab/?p=3441>، تاريخ الإطلاع ١٠-٠٦-٢٠١٠.

بشراء حصص حملة صكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة، وهذا ما يعرف بالمشاركة المتناقصة.

**ثانياً- تمويل مشاريع الدولة بصكوك الإجارة:** يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية، من خلال إصدار صكوك الأعيان المؤجرة، كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة، كالتعليم، الصحة، الاتصال... إلخ، ويمكن اللجوء إلى صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، كما توفر صكوك الإجارة الحكومية الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتملك.

**ثالثاً- تمويل مشاريع الدولة بصكوك السلم:** تُستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فتقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

حيث تستطيع الدولة استعمال حصيلة صكوك السلم الخاصة مثلا بالبتترول في تغطية الميزانية بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين. وعند استحقاق الأجل تقوم الدولة نفسها ببيع البتترول نيابة عن حملة صكوك السلم، وذلك وفقاً للبنود الموجودة في نشرة الاكتتاب. ويكون عائد الصك (هو الفرق بين سعر شراء البتترول الذي تحدده الحكومة وسعر بيعه عند استحقاق أجله).



**رابعاً- تمويل الدولة عن طريق صكوك المراجعة:** تعتبر المراجعة أداة تمويل رئيسية واسعة الانتشار، ويتم التمويل بصكوك المراجعة من خلال بيع الدولة أصولاً أو سلعاً وتسليمها فوراً مع تأجيل تحصيل الثمن إلى أجل أو آجال يتم الاتفاق عليها حيث يتم ذلك من خلال أسلوب المراجعة أو بيع الأجل.

ويمكن أن تستخدم صيغ المراجعة لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة، ويمكن تمويل المراجحات في شكل صكوك ذات استحقاقات متتالية، بحيث تخدم هدف السيولة لدى مشتريها، وعلى الرغم من عدم إمكانية تداول هذه الصكوك لأنها تدخل عندئذ في مسألة بيع الديون، إلا أن الجهة المصدرة لها يمكن أن تستردها شريطة ألا يتوسط في العملية طرف ثالث وذلك حسب فتوى مجمع الفقه الإسلامي من خلال قراره رقم: ٧/٢/٦٦ في دورته السابعة بجدة.

**خامساً- تمويل الدولة عن طريق صكوك الاستصناع:** يشهد التطبيق المعاصر للصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية مثل التمويل لتصنيع منتجات محددة للدولة، أو إنشاء المباني والطرق ومد الجسور، أو إنشاء محطات الطاقة الكهربائية وتحلية المياه، وغيرها وذلك من خلال الاتفاق مع الممول أو من يمثله على بناء المشروع وتسليمه للدولة عند إنجازه، على أن يتم تقسيط الثمن خلال فترة زمنية محددة وهذا ما يعرف بأسلوب الاستصناع.

يمكن طرح صكوك الاستصناع للاكتتاب العام وهي تمثل ديونا على الدولة وتشبه صكوك المراجعة وبالتالي تنطبق عليها نفس المحاذير المتعلقة بتداول صكوك المراجعة.

إن إصدار الدولة للصكوك الاستثمارية الإسلامية كبديل شرعي للسندات التقليدية لدعم الموازنة العامة للدولة، يمكن أن تحقق أهداف عدة أهمها<sup>١</sup>:

✓ تمويل الدولة لمواجهة مصاريف المشاريع التنموية والبنية التحتية؛

✓ تنويع وزيادة موارد الدولة؛

✓ استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي؛

✓ إدارة السيولة داخل الاقتصاد الوطني؛

✓ فضلا عن دور الصكوك الإسلامية كأداة مالية لتوفير

الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها، هناك نقطة مهمة وهي دور

الصكوك الحكومية في طرح أداة مالية إسلامية، تكون أساساً

لحساب تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة) وليس سعر الاقتراض

الربوي، حيث أن السندات تكرر معدل الفائدة على السندات

الحكومية باعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى

المخاطرة، وعليه تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في

النظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة الضائعة

في النظام المالي الإسلامي<sup>٢</sup>. وهو ما يوفر تمويلاً مستقراً وحقيقاً

للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل

من الآثار التضخمية.

**٢- مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية ظهورها في الصكوك الحكومية: نتناولها من خلال العناصر الآتية:**

**٢-١- مفهوم المخاطر:** تعد المخاطر أحد متغيري القرار الاستثماري

باعتبار العائد المتغير الآخر، وتعرّف المخاطر من المنظور المالي

بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج

<sup>١</sup> أسامة الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي، مرجع سابق، ص ١٨١.

<sup>٢</sup> عبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي، مرجع سابق،

المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي<sup>١</sup>.

## ٢-٢- مخاطر الصكوك الإسلامية ومصادرها:

تتنوع المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بمختلف أنواعها، وقد اختلف الباحثون في تصنيفها وتقسيمها، وإذا كان التقسيم الشائع خاصة في الأوراق المالية هو تصنيفها إلى نوعين من المخاطر، وهي المخاطر النظامية (العامة) والمخاطر غير النظامية (الخاصة)، فإنه يمكننا تقسيم مخاطر الصكوك الإسلامية كما يلي:

### أولاً- المخاطر المالية ومدى تأثير الصكوك الإسلامية بها:

هي المخاطر المتصلة بإدارة الموجودات والمطلوبات، وتتعرض الصكوك الإسلامية إلى هذه المخاطر مثلها مثل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وأهم ما يمكن توقعه من مخاطر مالية ومدى تأثيرها على الصكوك الإسلامية، ما يلي:

أ- **المخاطر الائتمانية:** وتسمى كذلك (مخاطر التمويل أو مخاطر الاستثمار أو مخاطر المدايئة)، وتعرف بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها<sup>٢</sup>.

<sup>١</sup> بلعزوز بن علي: إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر في المعاملات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ٢٥-٢٦ نوفمبر ٢٠٠٨م.

<sup>٢</sup> أشرف محمد دوابه: الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط١، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، ٤٣٠-٤٣١-٢٠٠٩م، ص١١٧.

يظهر هذه النوع من المخاطر أكثر في حالة الصكوك التي تؤول إلى دين بوجه ما كصكوك الأعيان المؤجرة إذا كان المصدر هو المستأجر، أو الصكوك المديونية (كصكوك المرابحة والسلم والاستصناع)، حالة استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات، فقد يدخل في المشروع أثناء عمله معاملات قائمة على أساس مدفوعات آجلة، وفي حالة اعتبار الوعد غير ملزم في استثمارات صكوك المرابحة، تنشأ مخاطر الائتمان في هذه الحالة عند عدم رغبة العميل في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الإستصناع-إذا كان عقد الإستصناع جائزاً غير ملزم- أو تأخير أو عدم سداد العميل ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

فهذه المخاطر-كما سبق- ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك، ومانحة الائتمان للعميل، فوجود الائتمان في العملية الاستثمارية مظنة لوقوع الخطر بفعل عدة أسباب سبق ذكرها، مما يؤثر سلباً على عوائد صكوك، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة)<sup>١</sup>.

أما مخاطر الائتمان التي يتعرض لها حامل الصك، فتنشأ عن مدى قدرة مصدر الصكوك على دفع العوائد الدورية، وأصل قيمة الصك في

<sup>١</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١١٨. وأحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة اليرموك، الأردن، ١٤٢٦ هـ ٢٠٠٥ م، ص ٩١.

تاريخ الاستحقاق، ومن أهم أشكال المخاطر الائتمانية التي تواجه المستثمرين (حملة الصكوك) مايلي:

أ-١- **مخاطر التأخر في الوفاء:** هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء. والمخاطر الائتمانية في أسوأ حالاتها قد تؤدي إلى مخاطر العجز عن الوفاء.

أ-٢- **مخاطر العجز عن الوفاء:** هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك إفلاس المدين وعدم القدرة على الوفاء بتسديد العوائد التي توزع عليهم، ويمكن أن يؤدي إلى الانخفاض الجزئي أو الكلي في القيمة الاسمية للصكوك (تآكل رأس مال المستثمرين)، وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ القرار الاستثماري في الصكوك المصدرة<sup>١</sup>.

وبالنسبة للصكوك الحكومية، فقد تتعرض الجهة المصدرة كدولة للمخاطر الائتمانية من حيث سوء اختيار العميل، لكن من النادر أن يحدث هذا الخطر بالنسبة لحامل الصك، كون الصكوك الحكومية تكون عادة مضمونة السداد.

ب- **مخاطر السوق:** تعرف على أنها المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما قد يكون (صك استثماري، عملة أو سلعة وغيرها)<sup>٢</sup>، وتندرج تحت المخاطر النظامية (المخاطر

<sup>١</sup> صفية أحمد أبو بكر: الصكوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي - الإمارات، ٣١ مايو- ٢٠٠٩م.

<sup>٢</sup> بلعزوز بن علي: إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سابق.

(العامة)، وهذه المخاطر كفيفة-إذا لم يحسن التصرف معها- بتهديد المشاريع الاستثمارية التي تسعى إلى تحقيق عوائد مناسبة تغطي التكاليف وتحقق أرباحاً صافية لحملة الصكوك، و يمكن القول بأنها سلاح ذو حدين، فقد يحقق المشروع بسببها أرباحاً عالية أو خسائر فادحة، ويفصل بين هذا وذاك حاجز عدم التأكد، وهذا هو مكن المخاطرة. وتضم أهم المخاطر التالية:

ب-١- **مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات):** هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية التي تعتمد من أساسها على الملكية لا على المديونية كالسندات التقليدية، فالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول استثمارية، وهذه الأصول تباع في الأسواق كأي أصول أخرى، وبالتالي فإنها معرضة لما تتعرض له كافة السلع والخدمات من إمكانية تناقص قيمتها بفعل عوامل السوق، وتتفق الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواءً كانت تقليدية أو إسلامية في خضوعها لهذه العوامل، ومن أهم هذه العوامل: عوامل العرض والطلب، السياسات الاقتصادية للحكومات، العلاقات الاقتصادية الدولية، الأزمات الاقتصادية<sup>١</sup>.

ب-٢- **مخاطر سوق المال:** يمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

✓ **مخاطر سعر الصرف:** وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد، وتعرف على أنها المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار صرف العملات في المعاملات الآجلة التي تعقدها المؤسسات المالية.

وتظهر مخاطر سعر الصرف في حالة الصكوك الإسلامية عند إصدارها بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى،

<sup>١</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١١٨. وأحمد الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٩٣.

أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية<sup>١</sup>.

✓ **مخاطر سعر الفائدة (السعر المرجعي):** تتمثل مخاطر تغير أسعار الفائدة في عدم تأكد أو تقلب أسعار الفائدة المستقبلية، حيث تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فكلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار<sup>٢</sup>، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى جعل الصكوك ذات العائد الثابت نسبياً أقل جاذبية ومن ثم انخفاض أسعارها، بينما يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى العكس، وكلما قل معدل العائد الدوري كلما زاد تأثير أسعار الفائدة على سعر الصك. وتعتبر الصكوك ذات العائد المتغير أقل تأثراً بالتغيرات في أسعار الفائدة<sup>٣</sup>.

ومن جهة أخرى، قد يبدو أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات استثمارها، كونها جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة، لكن في الحقيقة تواجه هذا النوع من المخاطر بصورة غير مباشرة، فالصكوك

<sup>١</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١١٩.

<sup>٢</sup> المرجع السابق، ص ١١٩.

<sup>٣</sup> هيثم فايز: دراسة بعنوان "سوق الصكوك السعودية"، تقرير جدوى الاستثمار، الرياض، المملكة العربية السعودية، أغسطس ٢٠٠٩، ص ٥، (لا مزيد من المعلومات).

الاستثمارية الإسلامية قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً. ففي عقد المرابحة أو الإستصناع مثلاً يتحدد هامش الربح بالإضافة إلى هامش المخاطرة من خلال السعر المرجعي وهو في العادة معدل الفائدة (الليبور-LIBOR).

✓ **مخاطر معدل العائد:** تتعرض المؤسسات المالية الإسلامية لمخاطر معدل العائد في سياق المخاطر الإجمالية داخل قوائم مراكزها المالية، وأي ارتفاع في المعدلات القياسية المقارنة قد يؤدي إلى توقع حملة الصكوك لمعدل عائد أعلى، وتختلف مخاطر معدل العائد عن مخاطر سعر الفائدة من حيث عوائد الصكوك الإسلامية ترتبط بنتائج أنشطتها الاستثمارية التي تستند عليها، ولا يمكن تحديد تلك النتائج مسبقاً بشكل دقيق.

ويمكن أن تكون المخاطر التجارية المنقولة إحدى تبعات مخاطر معدل العائد وكذا معدل سعر الفائدة، وقد تضطر المؤسسات المالية الإسلامية تحت ضغط السوق إلى دفع عائد يفوق العائد الذي حققته فعلاً موجودات الصكوك، إذا كانت عوائد الصكوك الإسلامية دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين، وقد يقرر مصدر الصكوك التنازل عن حقوقها في كل جزء من حصصه في أرباح المشروع لإرضاء حملة الصكوك والاحتفاظ بهم كشركاء دون التخلي عن صكوكهم، وتنشأ المخاطر التجارية المنقولة نتيجة لضغوط تنافسية على المؤسسات المالية لجذب مستثمرين (حملة الصكوك) والاحتفاظ بهم.<sup>٢</sup>

<sup>١</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١١٩-١٢٠.

<sup>٢</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية: المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كوالامبور، ماليزيا. ديسمبر ٢٠٠٥.



وتجدر الإشارة أن مخاطر معدل العائد وما ينجم عنها من مخاطر أخرى، ينصب بشكلٍ رئيسي على الصكوك الإسلامية كنظرية وليس كواقع عملي، حيث إن أغلبية إصدارات الصكوك المطبّقة حالياً لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر؛ إما لكونها صكوك مديونية أو لكونها مضمونة الأصل والعائد من المصدر؛ وهي بهذا الاعتبار أشبه بالسندات منها بالصكوك الإسلامية وفق التنظير.

**ب-٣- مخاطر أسعار الأوراق المالية:** تتغير أسعار الصكوك الإسلامية بحسب أوضاع السوق، حتى لو لم تحدث أي تغييرات في المعطيات الأساسية للمصدر، حيث لا تكاد تخلوا الأسواق المالية من تقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها سواء كانت تقليدية أم إسلامية، بسبب عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية<sup>١</sup>.

**ب-٤- مخاطر التضخم:** تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر النظامية، وتنشأ نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها لانخفاض قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون، وذات عائد متغير في حالة صكوك المشاركات، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون<sup>٢</sup>.

<sup>١</sup> أشرف دوايه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٢٠.

<sup>٢</sup> المرجع سابق، ص ١٢٠. وأحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٧٤.

وتجدر الإشارة أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية قد تتأثر إيجاباً بالتضخم<sup>١</sup>. وذلك عند تصفية الصكوك من خلال إنهاء الصفة الاستثمارية لها وتحويلها إلى سيولة نقدية، حيث إن الإطفاء يتم إما حقيقة ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية أو من خلال التقويم أو التتضيض الحكمي وأيلولتها للمصدر بالبيع، ولأن الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات وترتفع أسعارها بطبيعة الحال مع ارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك عند إطفائها. ويلاحظ بالنسبة لمخاطر السوق بجميع أنواعها المذكورة سابقاً، أنها قد تؤثر على الصكوك الإسلامية الحكومية بشكل لا يختلف عن الصكوك الإسلامية التي تصدرها جهات أخرى.

**ج- مخاطر السيولة:** هذا النوع من المخاطر على خلاف الأنواع الأخرى السابقة يرتبط بمصدر الصكوك وليس بالطرف المقابل، وتندرج ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة)، وتظهر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة (لتلبية متطلبات التشغيل العادية أو المفاجئة، أو لتسديد العوائد الدورية لحملة الصكوك، أو لتسديد الزيادة في قيمة الصكوك عند استحقاقها)، نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة، مما يقلل من مقدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته التي حانت أجلها<sup>٢</sup>. وقد ينتج عن حالة اللاسيولة الشديدة لدى المصدر أو تؤدي إلى تعثر (إخفاق) الإصدار.

<sup>١</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٧٤.  
<sup>٢</sup> عادل بوقري: مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة أم القرى، السعودية، ١٤٢٦ هـ - ٢٠٠٥ م، ص ١٢٦. وبلعزوز بن علي: إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص ٨.

نرى أن هذا النوع من المخاطر قد يكون نتيجة لمخاطر الانتمان ومخاطر الصكوك العينية\* التي قد تتعرض لها عملية التصكيك. ويلاحظ عن مخاطر السيولة أنها تكون متدنية في حالة الصكوك الإسلامية الحكومية، كون المصدر هنا يتمثل في الدولة، لكن بالمقابل قد تظهر مخاطر السيولة من جانب حملة الصكوك فقط (وتسمى هنا مخاطر تسهيل الصك) دون المصدر نتيجة عدم قدرة حملة الصكوك على تسهيل صكوكهم، أي ضعف تداولها في السوق، وترجع مخاطر التداول في الأساس إلى ضعف قدرة المصدر في تحديد التغيرات في ظروف السوق، والتي يكون لها تأثير كبير على قدرة حامل الصك لتسهيل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.

**ثانياً- المخاطر التشغيلية والصكوك الإسلامية:** تعتبر المخاطر التشغيلية من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة، وهي تعني تلك المخاطر المتصلة بأوجه الاختلال الوظيفي في نظم المعلومات ونظم رفع التقارير، وفي قواعد رصد المخاطر الداخلية، يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية أو الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة أو القصور في أي منها، وليس لها علاقة مباشرة مع ظروف الأسواق المالية<sup>١</sup>.

تندرج المخاطر التشغيلية تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارج عن سيطرة المشروع، مثل ما تسببه الكوارث أو

\* تعرف مخاطر تصكيك الأصول العينية بأنها: احتمال عدم قدرة موجودات الصكوك على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم الاتفاق عليها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك. نقلاً عن: صفية أبو بكر: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٠.

<sup>١</sup> رقية شرون: إدارة المخاطر في البنوك التجارية ومؤشرات قياسها، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ٢٥-٢٦ نوفمبر

الحوادث الطبيعية في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة، أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة، ونحو ذلك، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية، كعدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، ومن خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك أثراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية<sup>١</sup>، ويُلاحَظ على مخاطر التشغيل أنها تكون في أدنى مستوياتها إذا تعلق الأمر بالصكوك الحكومية، إلا إذا تعلق الأمر بالحروب والنزاعات وبالظروف التي تكون خارجة عن سيطرة الدولة.

وتجدر الإشارة أن مخاطر التشغيل تشمل أيضاً المخاطر القانونية حيث اعتبرت اتفاقية بازل للرقابة المصرفية جزءاً من مخاطر التشغيل، وتعتبر إحدى أهم التحديات التي تواجه تطور ونمو صناعة الصكوك الإسلامية، يمكن توضيحها فيما يلي:

**أ- المخاطر التشريعية والقانونية:** ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة عدم وجود إطار قانوني محدد ينظم عمليات التصكيك في الدول التي تجري العملية في حدودها الجغرافية، يوضح مهام وواجبات المؤسسة العاملة في مجال التصكيك، وعلاقتها مع السلطات الرقابية<sup>٢</sup>، وبيان حقوق جميع الأطراف المشاركة في عملية التصكيك، وإن واقع هذا النوع من المخاطر يرتبط في

<sup>١</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٢١.

<sup>٢</sup> بالاعتماد على مقال بعنوان: ٨ مراحل تفتح الطريق إلى إصدار صكوك التوريق، جريدة القبس الكويتية، القسم الاقتصادي، العدد: ١٢٥٩٤، الصادرة بتاريخ ٢١ جوان ٢٠٠٨م، ص ٥٦

واقتنا الراهن بالاختلاف التي تعاني منه الصناعة المالية الإسلامية، والذي قد يكون شاسعاً في بعض الحالات ما بين الهيئات الشرعية، هذه الاختلافات تمنع توحيد قوانين التمويل الإسلامي بالنسبة للجهات التنظيمية والإشرافية في الدول المقررة لنظام التمويل الإسلامي من حيث المبدأ، حيث يستلزم الإشراف والرقابة وضع قوانين ومعايير واضحة لا بد من مراعاتها عند تفعيل آليات الرقابة، ونظراً لاختلاف الفقهاء في مسائل تعد أحياناً جذرية، تجعل مهمة تلك الجهات شبه مستحيلة، ويعتبر هذا التحدي داخلياً ويتعلق بالتمويل الإسلامي في حد ذاته بغض النظر عن المنطقة المتواجد فيه<sup>١</sup>، كما أنه وباستثناء قلة من الدول الإسلامية، لا نجد ذكراً لعقود التمويل الإسلامي في القانون المدني، والقضاء لا يطبق قاعدة العقد شريعة المتعاقدين، فغالباً ما تلجأ المحاكم إلى تغيير العقد على نمط ما هو شائع في السوق، وتتعامل مع تلك العقود كعقود ربوية، وهذا يعني أنه في حالة النزاع بين مصدر الصكوك وحملتها، لن تعترف المحكمة بالعقد الشرعي ولا بملكية حملة الصكوك للموجودات بصفتها "سندات إسلامية"، وسوف تغلب عليها صفة "السندات" وتعامل كأداة مالية تقليدية، وبذلك يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها تماماً، نظراً

<sup>١</sup> آسيا سعدان، صليحة عماري: تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، دراسة حالة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ورقة بحثية مقدمة إلى "المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، ١-٢ ديسمبر ٢٠١٠م ص ٢٢، بتصرف.

<sup>٢</sup> معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد: "أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية"، دراسة مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها"، المنعقد في مجلس دبي الاقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ١٠ مارس ٢٠١٠م، ص ٤١.

لغياب الإطار التشريعي الذي ينظم عملية التصكيك من بدايتها إلى نهايتها في معظم البلاد الإسلامية والعربية، حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، أما في بعض الدول الإسلامية التي صدر فيها إطار تشريعي منظم للصكوك يلاحظ أن هذا الإطار لم يُستكمل بعد، ويحتاج إلى مزيد من الضبط والصياغة القانونية السليمة.

ولهذا، فإن عملية تأسيس واستكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية لا يزال يشكل عائقاً رئيسياً، وهو ما كان له أثر سلبي في نمو سوقها في بعض الدول وإضعاف الحماية القانونية لعملية التعامل بها.

### ثالثاً- مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية:

تواجه الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى المخاطر التقليدية (المالية والتشغيلية) مخاطر أخرى تختص وتتميز بها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى (الأسهم والسندات)، نابعة من المخاطر الكامنة في صيغ التمويل التي تستند إليها الصكوك الإسلامية عند إصدارها، فمناً المخاطرة في هذه الصيغ نابع من أن بعضها يقوم في الأساس على المشاركة في الربح والخسارة، وبعضها الآخر يقوم على الدين، وتنعكس مخاطر صيغ التمويل الإسلامية على الصكوك التي أصدرت على أساسها من خلال انخفاض عوائدها في الأسواق المالية، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- **مخاطر الاستثمار بالمضاربة:** يمكن حصر أبرز مخاطر صيغة المضاربة التي تواجه العملية الاستثمارية، في المخاطر الأخلاقية والتي من مظاهرها خيانة المضارب وعدم التزامه بشروط العقد، أو أن يقوم بالاحتيال والتزوير في الحسابات المالية الخاصة بالمشروع الاستثماري<sup>١</sup>، ونرى أن صيغة الاستثمار بالمضاربة تعتبر من

<sup>١</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٨١.

العلاقات التي قد تُثار أو تظهر فيها مشكلة الوكالة (تعارض المصالح وعدم تماثل المعلومة بين أصحاب المال أي حملة الصكوك والمضارب المصدر) في دراستنا والتي من أسبابها سوء الانتقاء (الاختيار العكسي) والذي ينتج عنه تباين في المعلومات المتاحة بين حملة الصكوك ومصدر الصكوك، وأن للمضارب معلومات عن المشروع المطلوب تمويله أكثر من حملة الصكوك<sup>١</sup>. بالإضافة إلى مشكلة عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة إلا على حسن الإدارة وعدم التعدي على مال المستثمرين (والذين هم حملة الصكوك)، وليس لحملة الصكوك حق التدخل في إدارة المشروع كشرط لصحة صيغة المضاربة، مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة، وأيضاً عدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك، ومن بين المخاطر كذلك سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق والتصفية. وبما أن صكوك المضاربة تمثل حصة شائعة في موجودات المشروع الاستثماري الممول على أساس صيغة المضاربة، فإنها قد تتأثر وبشكل مباشر بمخاطر هذه الصيغة، ويظهر تأثيرها بانخفاض القيمة السوقية لصكوك المضاربة في الأسواق المالية، كما قد تفقد الصكوك قيمتها الاسمية أيضاً نتيجة للمخاطر التي تتعرض لها أصول المشروع الاستثماري والتي تستند عليها صكوك المضاربة.

**ب- مخاطر الاستثمار بالمشاركة:** تتعرض هذه الصيغة لجملة من المخاطر أبرزها: المخاطر المتعلقة بسوء الإدارة، والإخلال بعقد المشاركة وتعتبر أشدها على هذه الصيغة<sup>٢</sup>.

<sup>١</sup> بالاعتماد على: عادل بوقري: مخاطر التمويل التجارية الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٣٥.

<sup>٢</sup> فضل عبد الكريم محمد: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، متاح على الرابط:

وبما أن صكوك المشاركة تصدر على صيغة المشاركة، وأن حملتها إنما هم شركاء (مساهمون) في الشركة، فإن أي خطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك وقد تفقد قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.

**ج- مخاطر الاستثمار بالإجارة:** هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل مخاطر الائتمان (التأخر أو المماطلة في سداد الأقساط)، ومخاطر السوق منها مخاطر تغير سعر الفائدة (عند اتخاذه كسعر مرجعي في تحديد أقساط العوائد الدورية)، وكذا مخاطر تغير أسعار الصرف وارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، بالإضافة إلى مخاطر الأصول (كتلف الأصول المؤجرة) نتيجة سوء إدارة المشروع، كما يمكن أن تتعرض هذه الصيغة إلى مخاطر مفاجئة (طبيعية) قد لا تسلم منها كل أنواع الاستثمارات.

كل هذه المخاطر التي سبقت، تتعرض لها صكوك الإجارة، باعتبار أن هذه الصكوك إنما تمثل أعيان ومنافع وخدمات مؤجرة، وتعتبر هذه الأصول أساس وجود صكوك الإجارة، وبالتالي فإن أي خطر من هذه المخاطر يتعدى إلى الصكوك مباشرة، وتؤثر عليها من خلال انخفاض القيمة السوقية للصكوك، أو تآكل لقيمتها الاسمية<sup>١</sup>.

**د- مخاطر الاستثمار بالسلم:** من بين أهم المخاطر في صيغة السلم، المخاطر الناتجة عن عدم تسليم السلعة بسبب تلفها أو تماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالموصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل، ومن أكبر المخاطر التي قد تتعرض إليها هذه الصيغة تتمثل في

تاريخ الإطلاع: ٢٠١١/٠٧/٠٧.

<sup>١</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٨١-٨٤.



المخاطر الناجمة عن التقلبات السعرية في السلعة المسلم فيها، وكذا مخاطر تصريفها عند البيع.

وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم، وعلى أساسه ينتظرون تسلم السلعة في تاريخ محدد، وإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة يعني انخفاض عوائد الصكوك باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم<sup>١</sup>.

**هـ مخاطر الاستثمار بالمرابحة:** من المخاطر الخاصة بها، عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها (مخاطر الائتمان)، فإذا تأخر الزبون أو ماطل في سداد تلك الأقساط، فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه، أو تفرض غرامات التأخير، ومن بين المخاطر أيضاً عدم الالتزام بالوعد في حالة صكوك المرابحة للأمر بالشراء، وهي تعتبر من المخاطر عند الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة بعد توفيرها ولو كانت وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء<sup>٢</sup> (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها)، فإحجامه أو نكوله عن الشراء يعني إضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد صكوك المرابحة قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المرابحة بكاملها وعليه انهيار المشروع وفشله<sup>٣</sup>.

**و- مخاطر الاستثمار بالاستصناع:** من بين أهم المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة، مخاطر تراجع الزبون عن إتمام العقد، إذا اعتبر عقد الإستصناع عقداً جائزاً غير ملزم، أو تخلف الزبون عن سداد الأقساط

<sup>١</sup> المرجع السابق، ص ٨٦.

<sup>٢</sup> عادل بوقري: مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية، مرجع سابق، ص ١٣٨-١٣٩.

<sup>٣</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ٨٧.

في موعدها (نتيجة عدم زيادة السعر)، أو عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة، سواء أكانت مخالفة لمعايير الجودة، أو المعايير الخاصة التي طلبها المستصنع الأول الطالب لسلعة الإستصناع<sup>١</sup>.

ز- **مخاطر الاستثمار بصيغ التمويل الزراعية (المزارعة، المساقاة، المغارسة):** إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظراً لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالاً وثيقاً بالطبيعة (البيئة)، كالكوارث والحوادث الطبيعية (الفيضانات، والرياح والحشرات والأوبئة والآفات والحرائق وغيرها)، مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها، وبالتالي انهيار المشروع وفشله، كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق (مخاطر الاسعار)، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها<sup>٢</sup>.

ويلاحظ في كل هذه المخاطر، أنها في حالة الصكوك الحكومية تكون المخاطرة أقل إذا كانت متعلقة بالمصدر، نظراً لكون المصدر هنا جهة حكومية تكون لها القدرة الكافية على تعويض أي خسارة أو نقص أو حتى تلف، بينما تبقى لها نفس الحجم من المخاطرة إذا كانت متعلقة بحامل الصك أو العميل.

رابعاً- **المخاطر الشرعية:** تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة والتي تختص بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى المتداولة في الأسواق المالية، وقد تكون عامة تمس جميع أنواع الصكوك الإسلامية إذا افترضنا أنها الوحيدة المتداولة في سوق

<sup>١</sup> المرجع السابق، ص ٨٨.

<sup>٢</sup> المرجع السابق، ص ٨٩.

الأوراق المالية، وتتعدد صور أو مصادر المخاطر الشرعية ونذكر منها ما يلي:

أ- مخاطر تتعلق بالاختلافات الشرعية بين الفقهاء، نتيجة غياب معايير شرعية موحدة، وإن وُجدت فهي غير ملزمة التطبيق..  
ب- مخاطر تنتج عن عدم التزام الصك المصدر بالضوابط الشرعية، نتيجة استخدام أموال الصكوك في المحرمات، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ<sup>١</sup>.

ج- مخاطر تضارب المصالح في الهيئات الشرعية: ويمكن أن يتصور تعارض المصالح في الهيئات الشرعية بعدم التزام الهيئة ببعض المبادئ الخاصة بالشفافية والإفصاح، وبما يعرض استقلالية الهيئة للخطر نتيجة الانتفاع المادي أو المعنوي لعضو أو أعضاء الهيئة، والذي يعود عليه أو عليهم في أي شكل من الأشكال، خلاف الأجر المنصوص عليه في اتفاقية العمل بين الطرفين، أو خلاف ما تنص عليه اللائحة الداخلية المنظمة لعمل الهيئة، ويمكن أن تقسم أشكال تعارض المصالح في أعمال الهيئات الشرعية إلى أقسام على النحو التالي<sup>٢</sup>:

✓ التعارض بين استقلالية الهيئات الشرعية وحصول أعضائها على مكافآت مالية؛

<sup>١</sup> أشرف محمد دوابه: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: "استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ٢٥-٢٦ نوفمبر ٢٠٠٨م.  
<sup>٢</sup> لتفاصيل أكثر انظر: العياشي الصادق فداد: تعارض المصالح في عمل الهيئات الشرعية، ورقة بحث مقدمة إلى "مؤتمر الهيئات الشرعية الثامن"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ١٨-١٩/٠٥/٢٠٠٩، ص ١٠-١١.

- ✓ التعارض بين مبدأ السرية وحق أعضاء الهيئات الشرعية الإفتاء لأكثر من جهة؛
- ✓ تعارض المصالح في حالات الإفتاء للمؤسسات المالية والمساهمة فيها؛
- ✓ التعارض بين حق الاطلاع على المعلومات الداخلية وإمكانية الاستفادة منها؛
- ✓ تعارض المصالح في حالة عدم الفصل بين الفتوى (التشريع) والتدقيق<sup>١</sup>.

ويلاحظ هنا أن مخاطر الاختلافات الشرعية وكذلك استخدام أموالها في المحرمات قد تظهر في الصكوك الإسلامية بجميع أنواعها، لكن مشكلة تعارض المصالح قد تبدو في الصكوك الخاصة أكثر منها في الحكومية، ونرى أنه للتغلب على المخاطر الشرعية في هذه الأخيرة فإن على الجهة الحكومية المصدرة أن تعرض تلك الصكوك على مكتب تدقيق شرعي محايد لإبداء رأيه في شروط نشرة الإصدار قبل إصدار الصكوك، وكذا بعد إصدارها وتداولها أو حتى عند إطفائها.

٢-٣- قياس مخاطر الصكوك الإسلامية: بالنسبة للأوراق المالية عموماً، تزداد المخاطر كلما زاد احتمال تشتت Variance العائد عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر يمكن قياس هذا التشتت كمياً إما بالتباين، أو بالانحراف المعياري<sup>٢</sup> وهما من أهم المقاييس والمؤشرات الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية)، ويعدان مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير النظامية للورقة

<sup>١</sup> عبد الباري مشعل: حوكمة هيئات الرقابة الشرعية، ورقة بحث مقدمة إلى ملتقى "الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية"، مركز بيان للهندسة المالية، الخرطوم، السودان، المنعقد خلال الفترة ٦-٧ أبريل ٢٠١١م.

<sup>٢</sup> منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩م، ص ٢٥١.

المالية من خلال قياس مدى انحراف العائدات عن العائدات المتوقعة<sup>١</sup>، ونفس الشيء بالنسبة لصك استثماري مثلاً، فكلما كان تقلب عوائد الصك (سنوية، شهرية، فصلية،... الخ) بشكل كبير عن المتوسط (درجة الانحراف كبيرة) يعطي إشارة للمستثمر، كون الصك محل الاستثمار يحمل معه معدل مخاطرة مرتفع، بينما يعبر التقلب المنخفض لعوائد الصك عن وسطه الحسابي عن استقرار الصك الاستثماري وقلة مخاطره.

ويقاس الانحراف المعياري والتباين بالصيغة الرياضية التالية:

$$\sigma = \sqrt{v} \quad \text{حيث أن:} \quad \sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

$\sqrt{v}$ : الجذر التربيعي للتباين ( $v$ )، حيث أن: ( $\sigma^2 = v$ )

$R$ : تمثل العائد خلال فترة معينة

$\bar{R}$ : متوسط العائد

عدد الفترات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد  $n$  عدد

تمثل علامة المجموع وهي تغطي الفترة ما بين  $i = 1$  إلى

غاية  $i = n$

تجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولاً لقياس المخاطر إلا في حالة تساوي العائد المتوقع لكافة هذه الأوراق المالية، أما في حالة عدم التساوي بينها فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف Coefficient of Variation باعتباره مقياساً نسبياً

<sup>١</sup> محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط١، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٥، ص١٩٦.

للمخاطر (التشتت) Relative Measure of variance، والذي يستخدم عادة لتقييم مخاطر الاستثمارات الفردية<sup>١</sup>.

بينما يعد المعامل بيتا ( $\beta$ ) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية لقياسه حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلاً) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق<sup>٢</sup>.

ويمكن تعريف معامل بيتا بالنسبة للصك: على أنه مقياس لسرعة تأثر الصك مقارنة بحركة السوق، ويمكن التوصل إلى قياس ( $\beta$ ) من خلال الصيغة:

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

حيث أن:

$\beta_i$ : المعامل بيتا للصك الاستثماري  $i$

$R_m$ : معدل عائد مؤشر السوق

$R_i$ : معدل عائد الصك

$\sigma_m^2$ : تباين معدل عائد مؤشر السوق.

$cov(R_i, R_m)$ : التباين المشترك (Covariance): وهو

حاصل ضرب معامل الارتباط ( $\rho$ ) بين عائد الصك  $R_i$  وعائد

مؤشر السوق  $R_m$  مضروب في الانحراف المعياري لعائد مؤشر

السوق ( $\sigma_m$ ) والانحراف المعياري للصك ( $\sigma_i$ ).

بموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى صكوك استثمارية ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من

<sup>١</sup> منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٥٥.

<sup>٢</sup> لتفاصيل أكثر انظر: محمود الداغر: الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٩٢-١٩٣.

الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق، وذات طبيعة دفاعية إذا كانت بيتا أقل من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها ستكون أقل من مخاطر السوق.

### ٣- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية عامة والصكوك الحكومية خاصة:

٣-١- مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية: يتضمن مصطلح "إدارة المخاطر" كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد<sup>١</sup>.

انطلاقاً مما سبق نحاول صياغة تعريف خاص بإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث يمكن تعريفها بأنها: تلك العمليات والإجراءات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية عند الاستثمار في الصكوك الإسلامية، وذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك.

٣-٢- منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية: لتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال، لا بد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة لها، لذلك يطلق على هذه الخطوات (الإطار العام لإدارة المخاطر)، ولا يختلف الأمر بالنسبة للصكوك الحكومية، وتتمثل تلك الخطوات فيما يلي<sup>٢</sup>:

<sup>١</sup> محمد علي: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه فلسفة في

إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٢-٦.

<sup>٢</sup> بالاعتماد على: أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٢٢-١٢٤. و ميمي جداني، سامية جداني: دور الحوكمة في إدارة المخاطر في المصارف، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: "استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ٢٥-٢٦ نوفمبر ٢٠٠٨م. وشادي صالح البجيرمي: دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر؛ دراسة ميدانية في

**أولاً- تحديد المخاطر:** من أجل القيام بعملية إدارة المخاطر لا بد من تحديدها أولاً، من خلال تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر انتمان أو مخاطر سوق أو مخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالاستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط.

**ثانياً- تقييم المخاطر:** يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عنها، فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها من حيث كونها مخاطر مرتفعة، أو متوسطة، أو ضعيفة، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

حيث أن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بأبعاده الثلاثة وهي حجمه، مدته، واحتمالية حدوثه، وإن التقييم والقياس الصحيح هو ذلك الذي يتم في الوقت المناسب وهو على درجة كبيرة من الأهمية، إذ يعتبر القياس الكمي من التحديات الهامة التي تواجه إدارة المخاطر الحديثة.

**ثالثاً- ضبط المخاطر:** بعد تحديد وقياس المخاطر وتقييمها، تأتي الخطوة الثالثة وهي ضبط هذه المخاطر، وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال، فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب



في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

**رابعاً- تنفيذ القرار:** ذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضوع التنفيذ.

**خامساً- مراقبة ومراجعة المخاطر:** بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة، و لضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغير بيئة الأعمال و بالتالي اختفاء مخاطر معينة و ظهور أخرى تتغير بهذا التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلاً عن إمكانية اكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المنظمة إدارتها.

**٣-٣- آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وتطبيقها على الصكوك الحكومية:**

توجد طرق وآليات تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأخرى شرعية (إسلامية) للتعامل مع المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وسنحاول من خلال ما يلي استعراض بعض هذه الآليات التي قد تكون فعالة في عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

**أولاً- دراسة الجدوى الاقتصادية:**

شاع استخدام مصطلح دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية بمستويات مختلفة، تتراوح ما بين استخدام المصطلح بمفهوم واسع، حيث يعني: كافة الدراسات التمهيديّة والتفصيلية التي تتم على الفرص الاستثمارية منذ طرحها كفكرة حتى الوصول إلى القرار النهائي بقبول بعض الفرص التي تكون مبررة اقتصادياً ورفض بعض الفرص التي لا مبرر لها اقتصادياً، ودراسات جدوى المشاريع بالمفهوم الضيق، والتي تعني دراسة جدوى المشروعات في مرحلة

سابقة لمرحلة التقييم ومرحلة لاحقة لمرحلة التعرف على الفكرة الاستثمارية.

وما بين المفهومين الواسع والضيق، يوجد هناك تعريف وسط يراعي الجدوى الشرعية والاقتصادية والاجتماعية للمشاريع الاستثمارية، وهو المفهوم الإسلامي لدراسات جدوى المشاريع الاستثمارية<sup>١</sup>، الذي يحكمه ما يمكن تسميته «الربحية الإسلامية»، وتعرّف على أنها: الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده الشرعية، الاقتصادية، الاجتماعية، لتقييم العائدات المتوقعة، والتوخي أو التقليل من المخاطر الاقتصادية ومخاطر مخالفة القواعد الشرعية، من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلاً عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقاً للضروريات، والحاجيات، والتحسينات وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل، وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مجمل مخاطر الصكوك الإسلامية<sup>٢</sup>.

ولا يختلف الأمر هنا بالنسبة للصكوك الحكومية، إذ أن من واجب الدولة أن تسند دراسة هذه الجدوى إلى مكاتب متخصصة مشهود لها بالخبرة في هذا المجال، بما يحقق كل الأهداف والضوابط المذكورة سابقاً، وبما يحافظ على أموال المكتتبين ويقلل من مخاطر استثمارها قدر الإمكان.

<sup>١</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ١١٥.

١١٦.

<sup>٢</sup> أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٢٤.

**ثانياً- الضمانات:** يعتبر الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية، وفي نفس الوقت من الأدوات المتعارف عليها في الهندسة المالية التقليدية، ويعتبر من الأدوات الفاعلة في علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وأحد عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال. وللضمان أنواع متعددة في الفكر الاقتصادي الإسلامي والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أبرز هذه الأنواع:

**أ- الكفالة:** تعني التزام طرف يتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص ذو الملاءة وذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها، ومن أهم الآليات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الائتمان وتقلل من فرص وقوعها<sup>١</sup>.

**ب- الالتزام بالوعد:** يسمح الضمان بهذا المعنى بتفادي مخاطر عدم التزام العميل بالوعد، خاصة في حال صكوك المرابحة للأمر بالشراء، وقد ورد بشأن الإلزام بالوعد من طرف واحد قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في دورته الخامسة المنعقدة بالكويت من ٦-١ جمادى الأولى ١٤٠٩هـ الموافق لـ ١٠-١٥ ديسمبر ١٩٨٨م «الوعد -

وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد - يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعد في كلفة نتيجة الوعد. ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة

<sup>١</sup> لتفاصيل أكثر انظر: أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ١٢٣-١٢٤.

إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر»<sup>١</sup>.

**ج- ضمان طرف ثالث:** المقصود به وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسران في مشروع معين، تم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية، حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك) آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة مخاطر الائتمان.

وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع بالتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار"<sup>٢</sup>.

ويمكن ضمان الطرف الثالث لموجودات الصكوك، ويصلح أيضاً لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك، لأنه يستند إلى المبدأ نفسه، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها<sup>٣</sup>.

قد يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة متخصصة أو فرد، وهذا الطرف له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعاً في صحة تبرع جهة معينة، وحتى وإن كان تبرعاً معلقاً على شرط هو تلف رأس المال أو بعضه أو نقصان الربح عن حد معين.

**د- الرهن:** يعد الرهن من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء في المعيار الشرعي

<sup>١</sup> انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي: مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الخامس، المجلد ٢، جدة، المملكة العربية السعودية، ١٠-١٥ ديسمبر ١٩٨٨م، ص ٧٥٤ و٩٦٥.

<sup>٢</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (٥٥) الضمانات، مرجع سابق، ص ٥٢.

<sup>٣</sup> نقلاً عن: أشرف دوابه: الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٢٧.

الثامن لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: «يحق للمؤسسة في حال الحصول على رهن من العميل أن تشترط تفويضه لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء»<sup>١</sup>.

ويشترط في المرهون أن يكون مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف، وأن يكون مقدوراً على تسليمه، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك.

وبالنسبة للصكوك الحكومية، فإنه يمكن للدولة الاستفادة من هذه الضمانات أو طلبها من العميل إذا كان هو مصدر الخطر، خاصة خطر الائتمان، بينما يكون العميل مطمئناً إلى الدولة، إذ يمكن أن تكون هي الكفيل، والملتزم بالوعد، وهي الضامن بالتسديد دون الحاجة إلى طرف ثالث.

**ثالثاً- التأمين الإسلامي:** إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود في الفقه الإسلامي، ولا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر، وإنما الاستفادة من شركات التأمين التعاوني والتي تقوم بشكل عام على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلاً من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده، وفي ظل تواجد شركات التأمين التعاوني، على الجهات

<sup>١</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار رقم (٠٨) المرابحة للأمر بالشراء، مرجع سابق، ص ٩٧.

المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات<sup>١</sup>، ولا يختلف الأمر بالنسبة للصكوك الحكومية، فالتأمين الإسلامي يعد من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

**رابعاً- الاحتياطات:** تقوم فكرة تكوين الاحتياطات على نفس الأساس الفكري للتأمين التعاوني، من حيث أنهما قائمان على أساس اشتراك أفراد في دفع أقساط متساوية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها، إلا أن تكوين الاحتياطات يكون محدود النطاق وبين أفراد يشتركون في نشاط استثماري واحد<sup>٢</sup>، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي جواز ذلك، حيث ورد في دورتها الرابعة المنعقدة في جدة- المملكة العربية السعودية في الفترة من ٦ إلى ١١ فيفري ١٩٨٨م: «ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيد دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال»<sup>٣</sup>.

هذه الآلية (الاحتياطات) مرهونة بتحقيق المشروع أرباحاً في بعض دوراته على الأقل، فالمشروع الذي لا يحقق أرباحاً أو فائضاً في الأرباح لا مجال له لتكوين احتياطات، أما إذا حقق المشروع أرباحاً،

<sup>١</sup> أحمد الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص ١٢٨-١٣٤. وزياد الدماغ: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، ورقة بحث مقدمة

إلى: International conference on Islamic Banking and Finance : Cross Border Practices and Litigation, Malaysia، ١٥-١٦/٠٦/٢٠١٠.

<sup>٢</sup> أشرف دوابه: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٢.

<sup>٣</sup> مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، جدة، المملكة العربية السعودية، ١٤٠٨/٥١/٩٨٨م، ص ١٨٠٩، ومتاح على الرابط

<http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/4-5.htm>

فإن هذه الحصص تجنب وتغطي بها كافة أنواع المخاطر المتوقعة في الصكوك، ومنها المخاطر الائتمانية، لأنه قد تمول حويلة اكتتاب مشروع في البيوع الآجلة، وقد لا يلتزم العملاء بالوفاء بالتزاماتهم المالية في التواريخ المحددة، مما قد يؤدي إلى انخفاض قيمة العوائد الدورية، ففي هذه الحالة يقطع من صندوق الاحتياطي الداخلي للمشروع الاستثماري، على أن يتم تسديد هذا المبلغ إلى الصندوق فور تسديد العملاء، ما عليهم من التزامات مالية، وكلما زادت نسبة الاحتياطيات الداخلية كلما كان المركز المالي للمشروع الاستثماري أكثر متانةً وصموداً أمام الأزمات.

ويصلح تكوين الاحتياطيات مع كل أنواع الصكوك الاستثمارية، إلا أنه في حالة الصكوك الحكومية يستحسن عدم اللجوء لهذه الوسيلة لعدم إنقاص العائد المنتظر من طرف حملة الصكوك، خاصة إذا لجأت الدولة إلى استخدام الآليات الأخرى من ضمانات وغيرها.

**خامساً- التنويع:** إن التنويع مبدأ استثماري مهم في النظرية المالية التقليدية، ويمكن تطبيقه في الصناعة المالية الإسلامية، والذي يمثل استراتيجية استثمارية لتدنية المخاطر، يتلخص مفهومه في الحكمة القائلة «لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة» (Not Putting All Eggs In One Basket) أو عليك بنشر المخاطر «Spread the Risk»، والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، والذي يفيد في تقليل الخسائر التي قد يتعرض له الاستثمار.

انطلاقاً من ذلك، تقوم هذه الآلية في حالة الصكوك الإسلامية على تنويع جهة الإصدار من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنويع الكفاء. ذلك أن التنويع بحد ذاته لا يتعارض مع أحكام الشريعة، حيث توجد أسس

مختلفة للتنويع، من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، والتنويع القطاعي، والتنويع الدولي. وبالتالي يُلاحظ هنا أن التنويع قد يكون آلية لتقليل المخاطر بالنسبة لحملة الصكوك الحكومية، سواء بالتنويع بين هذه الصكوك نفسها أو بينها وبين الصكوك العادية والخاصة، ولا يكون ذلك بالنسبة للمصدر أو الدولة.

**سادساً- التحوط:** تقوم هذه الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن الاعتماد عليها ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلان الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً، كما لا ينبغي شرعنة المشتقات المالية من عقود آجلة ومستقبلية وخيارات وعقود مبادلة بصورتها المطبقة حالياً في أسواق المال الغربية، فمنهج عملها يقوم على تسوية المراكز دون تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وهدفها هو نقل المخاطر بصورة تحقق منافع لطرف وضرر للطرف الآخر، حتى أصبحت بحق مصدراً للمتاجرة في المخاطر ومرتجاً للقمار باعتراف العديد من الكتاب الغربيين أنفسهم وفي مقدمتهم رائد الإدارة الحديثة الكاتب النمساوي "بيتر دراكر"<sup>١</sup>.

ونظراً لعدم إمكانية الاعتماد على أدوات التحوط التقليدية (المشتقات المالية) للوقاية من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وفي ظل عدم وجود أدوات مالية متفق عليها في الفقه الإسلامي للتحوط وإدارة المخاطر، وبديل شرعي واضح عن المشتقات المالية التقليدية متفق عليها من الناحية الشرعية، إذ نجد أن معظم الإسهامات في هذا المجال، مازالت تحتاج إلى المزيد من التأصيل بنقلها من حيز التنظير إلى حيز التطبيق والممارسة، على نحو يلبي احتياجات المؤسسات المالية الإسلامية ويحقق الكفاءة الاقتصادية من دون تفريط

<sup>١</sup> نقلاً عن: أشرف دوابه: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٣.



في المصدقية الشرعية؛ فإن الحاجة تزداد باضطراد إلى أدوات مالية إسلامية للتحوط ضد المخاطر.

ومن بين أهم الإسهامات في هذا المجال التي يمكن تطبيقها على حالة الصكوك الإسلامية، اقتراح الباحث عبد الرحيم الساعاتي في بحثه الموسوم " نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، وكان من بين اقتراحاته، البديل الشرعي للخيارات Option والاستعاضة عنها بخيار الشرط وإحلاله محلها لتحقيق نفس أهداف الخيارات<sup>١</sup>. والذي يسمح بالتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها.

كما يمكن استخدام العريون كأداة تحوطية، تشبه نوعاً ما يعرف بخيار الشراء call option، حيث يكون مبلغ العريون هو مقابل إعطاء المشتري حق اصطفاء خير الأمرين له في مدة الخيار، إلا أنه يختلف عنه في أن الثمن المدفوع هو جزء من ثمن السلعة وليس ثمن الخيار ولا ثمن مستقل للخيار<sup>٢</sup>.

ويمكن كذلك التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك "إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة

<sup>١</sup> عبد الحميد الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز؛ الاقتصاد الإسلامي، المجلد رقم: ١١، ١٩٤١٩/٥١٩٩٩م، ص ٨١-٨٢.

<sup>٢</sup> نقلاً عن: غالب عوض الرفاعي، خديجة خالدي: مخاطر الاستثمار في البنوك الإسلامية التقليل منها، ورقة بحث متاحة على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/?p=5473>، تاريخ التحميل: ٢٠١١/١٢/١٢م.

كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء<sup>١</sup>. ويُلاحظ على هذه الآلية (التحوط) بجميع مكوناتها صلاحيتها للصكوك الخاصة أكثر منها للصكوك الحكومية، نظراً لكون هذه الأخيرة أكثر أماناً وضماناً من الصكوك العادية.

**سابعاً- الحوكمة:**

تعتبر كفاءة الإدارة والرقابة على الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما قد تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية<sup>٢</sup>، وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملاً من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديد الجهات وتوزيعه المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية. باعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة.

وبدراستنا لمخاطر الصكوك برزت مشكلة الوكالة وتعارض المصالح كعامل مشترك بين العديد من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، والحوكمة جاءت لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والإدارة (الموكل والوكيل) والتي تقوم عليها

<sup>١</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، مرجع سابق، معيار رقم (١) المتاجرة في العملات، ص ٤.

<sup>٢</sup> أشرف دوابه: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٨.

معظم أطراف عملية التصكيك، ولعل التجارب أثبتت أن معالجة هذه المشكلة (مشكلة الوكالة) لن تتم بمزيد من اللوائح والقوانين لأن هناك أحداثاً في المستقبل قد لا يشملها العقد، وأن هناك قدراً من السلوك لا يمكن إحكامه إلا بتقوية الجانب الأخلاقي للمسيرين. وقد قدمت المؤسسات الدولية التقليدية والإسلامية الحوكمة كعلاج متطور لهذه المخاطر.

ومن بين أهم الاستراتيجيات الضرورية لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بما فيها الصكوك الحكومية، والتي لا بد أن تتخذ مسارات شرعية ومالية وإدارية، نذكر مايلي:

أ- **حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية:** حيث يتعين هنا قيام طالب الأموال (المنشئ) بإنشاء هيئة ذات غرض خاص كشركة مساهمة، يكون رأسمالها قيمة الصكوك المصدرة، ويمتلك حملة الصكوك حصصاً على المشاع فيها بنسبة ما يحملونه، ومن الممكن أن ينضم إليهم المنشئ كشريك بما يحمله من صكوك باحتفاظه بنسبة منها، ومن الممكن في هذه الحالة أن يتم تعيينه مديراً للهيئة الخاصة، مع إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة، من خلال جمعية تتضمن ممثلين منهم، تقوم بمراقبة أعمال الهيئة ومحاسبة إدارتها كل فترة مالية. ومن خلال هذا يمكن التخفيض والتقليل من مخاطر التشغيل نتيجة تخفيض المخاطر الإدارية<sup>١</sup>. مع ضرورة تطبيق الحوكمة على مختلف أطراف عملية التصكيك التي تربطهم عقود في هيكل التصكيك، وهذا من شأنه التخفيف والتقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك، مع ضرورة أيضاً حوكمة العلاقة بين أطراف

<sup>١</sup> معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد: أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية، ورقة بحث مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها"، المنعقد في مجلس دبي الاقتصادي، دبي - الإمارات، ١٠ مارس ٢٠١٠م.

التعاقد في صيغ التمويل الإسلامية التي تبنى عليها إصدارات الصكوك الإسلامية.

ب- **حوكمة الهيئات الشرعية:** إن طرح آليات واستراتيجيات لتطوير الحوكمة في عمل الهيئات الشرعية من شأنه أن يقلل الكثير من المخاطر نظراً لارتباط هذه الهيئة بمختلف أطراف هيكل عملية التصكيك، هذا من جهة، ومن جهة أخرى وعند دراسة هيكل الحوكمة داخل المؤسسات المالية الإسلامية نجد أن مركز هذا الهيكل هو هيئة الرقابة الشرعية، لدورها في إعطاء الصبغة الشرعية لجميع معاملات عملية التصكيك، ولعل الإقبال على الاكتتاب في الصكوك لإصدار معين دون آخر، يرجع في جزء كبير منه إلى ثقة المستثمرين بذلك الإصدار، وبالاطمئنان إلى سلامته من الناحية الشرعية.

ويلاحظ هنا أن هذا الإجراء قد يكون ضرورياً أكثر إذا كانت المؤسسات المالية الإسلامية تمثل حملة الصكوك الحكومية، مما يشكل ضغطاً أكبر على الجهة الحكومية المصدرة لإلزامها بالتقيد بالضوابط الشرعية لتسويق أكبر لصكوكها.

٤- **دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م):**

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، ونحاول من خلال ما يلي، التعرف على أنواع الصكوك

الحكومية في السودان والمدرجة منها في سوق الخرطوم للأوراق المالية ومخاطرها وآليات إدارتها، مع محاولة لاقتراح آليات أخرى.

#### ٤-١- تعريف عام بالصكوك الحكومية السودانية:

من أهم الإصدارات الحكومية السودانية للصكوك الإسلامية، ما يلي<sup>١</sup>:

**أولاً- شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):** هي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية في مؤسسات مصرفية ربحية (قاعدة الشهادات)، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول، وتصدر هذه الشهادات استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكوّنة للشهادة، وتم إصدار هذه الشهادات في جوان ١٩٩٨م، بهدف استخدامها في إدارة السيولة وتنظيمها (التحكم في السيولة عند المصارف).

**ثانياً- شهادات المشاركة الحكومية (شهامه):** قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في ٠٨/٠٥/١٩٩٩م، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكيلاً ومروجاً للأوراق المالية الحكومية، استندت هذه الشهادة على ملكية الدولة للأسهم في بعض الشركات والمؤسسات الرابحة، وتصدر هذه الشهادات أيضاً استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والمصارف والمؤسسات، وتهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز (الاستدانة من النظام المصرفي)، كما أنه يمكن تداولها في السوق الثانوي.

<sup>١</sup> صابر محمد حسن: تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، ط١، صندوق النقد العربي، أبوظبي، ٢٠٠٩م، صص ١٥-٢١.

**ثالثاً- صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبياً من ٥-٧ سنوات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في مايو ٢٠٠٣م، وكان من بين أهم أهدافها تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

**رابعاً- شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب):** تم إصدار هذه الشهادة (شهاب) في ٣٠ أوت ٢٠٠٥م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، تصدر هذه الشهادات استناداً الى عقود الاجارة واعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات، وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط ولا يجوز تداولها إلا مع البنك المركزي بيعاً وشراءً (ليست للجمهور)، وتستخدم لإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد.

**خامساً- شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ):** هذه الشهادات عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة، تم إصدارها في إبريل ٢٠٠٩م، بهدف أساسي هو تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، وإيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات، وذلك بإصدارها وعرضها للمستثمرين.

**سادساً- شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة):** عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء

أصول مصفاة الخرطوم وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية سنوية تتراوح ما بين ١٢ إلى ١٤%، تم إصدارها في ٢٧/١٠/٢٠١٠م، وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر ٢٠١٠م، إلا أنه لا توجد معلومات كافية عنها، كنشرة إصدار مثلاً.

٢-٤- الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م) من خلال بعض الأرقام والمؤشرات:

نحاول من خلال مايلي، التعرف على سوق الخرطوم للأوراق المالية، ثم الصكوك الحكومية المدرجة في هذه السوق من خلال بعض الأرقام والمؤشرات.

#### أ- لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية:

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية العام ٢٠١٠م ربيعته السادس عشر، حيث شهدت مسيرته مراحل عدة وانتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني.

أدرجت في سوق الخرطوم للأوراق المالية ثلاثة أنواع من الأوراق المالية الحكومية السودانية مصدرة بالعملة المحلية للسودان، تتمثل في: صكوك كل من (شهادة، وشامة وصرح)، لذلك سنقتصر في دراستنا هذه على الصكوك الحكومية المدرجة فقط، من خلال إعطاء نظرة حول عدد وقيمة تداولها ومقارنتها مع قطاع الأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

ب- عدد وقيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠م:

<sup>١</sup> التقرير السنوي الخمسون: بنك السودان المركزي، ٢٠١٠م، ص ٣٦.

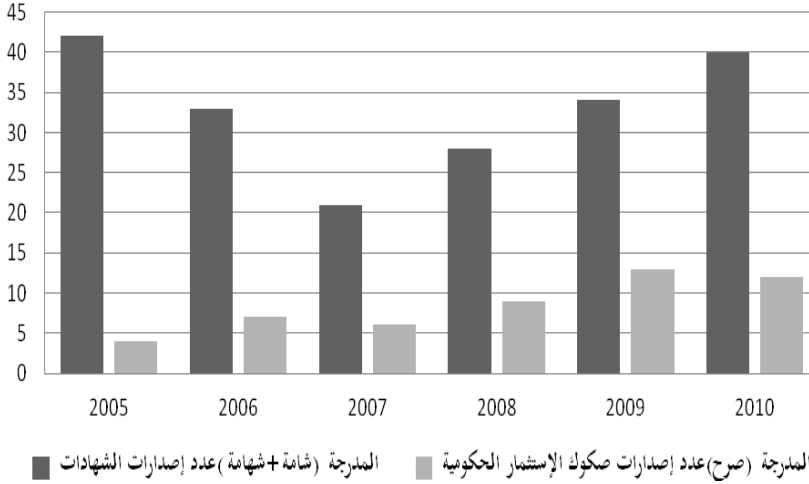
نظراً لكون الدراسة تمتد على الفترة ما بين: ٢٠٠٥-٢٠١٠م، فقد اقتصر على كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) و صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، دون شهادات إجازة مصفاة الخرطوم للبترو (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة (ديسمبر ٢٠١٠م).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (١)، أن عام ٢٠١٠م شهد أكبر عدد في إصدارات الصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، ويرجع ذلك وبشكل أساسي للعدد الكبير من إصدارات صكوك (شهادة) بالسوق في تلك السنة، ويلاحظ أن عامي ٢٠٠٦م و ٢٠٠٧م شهدا تراجعاً في عدد الإصدارات المدرجة بالسوق، وقد سجل عام ٢٠٠٧م أعلى نسبة تراجع مقارنة مع عام ٢٠٠٥م، إلا أن الاتجاه العام لعدد إصدارات الصكوك المدرجة في السوق ظهر في تزايد خلال السنوات الأخيرة (٢٠٠٨-٢٠١٠م)، كما نلاحظ أن عدد إصدارات (شهادة) تمثل ما نسبته ٧٩٪ من إجمالي عدد الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية وباقي النسبة ٢١٪ تمثل عدد إصدارات صكوك (صرح) المدرجة بالسوق.

أما بالنسبة لقيمة تداول الصكوك الحكومية في السوق، نجد أن معدل قيمة التداول السنوي لصكوك المشاركة الحكومية (شهادة) شكل ما نسبته ٩١٪ من معدل قيمة التداول الإجمالية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، مقارنة مع ٩٪ معدل قيمة التداول السنوي في صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، وهو مبين في الشكل (٢).



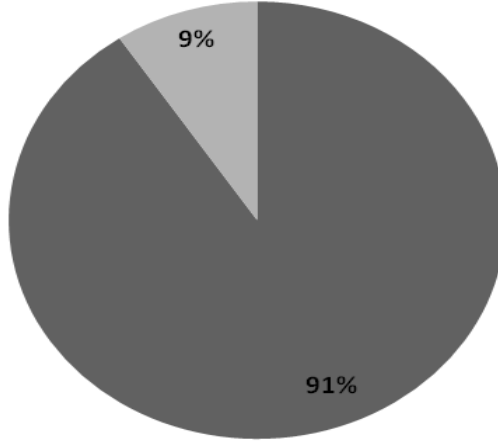
الشكل رقم (1): عدد إصدارات الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية  
للفترة (2010-2005م)



المصدر بالاعتماد على التقرير السنوي ٢٠١٠م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

الشكل رقم (٢): معدل قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة

صكوك (صرح) ■ صكوك (شهادة) ■



المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي ٢٠١٠م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

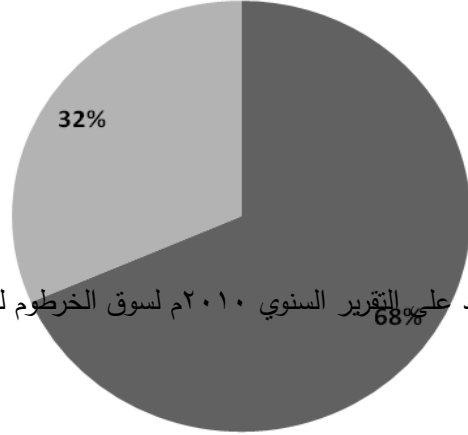
### ج- مقارنة قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية والأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م):

حسب الجدول رقم (٥) الموضح في الملحق، نلاحظ أن الاتجاه العام لقيمة التداول بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية هو في تزايد خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، بينما يلاحظ الانخفاض الكبير والمستمر في قيمة تداول الأسهم المدرجة بالسوق، رغم الزيادة الواضحة في عددها خلال فترة الدراسة، وبذلك يشكل معدل قيمة التداول في الصكوك الحكومية ما نسبته ٦٨٪ من متوسط قيمة التداول الإجمالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مقارنة مع ٣٢٪ متوسط قيمة التداول في الأسهم خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، وهو مبين في الشكل رقم (٣) أدناه.

الشكل رقم (٣): معدل قيمة التداول للصكوك الحكومية السودانية والأسهم المدرجة في سوق الخرطوم

١ للتفاصيل أكثر انظر: التقرير السنوي ٢٠١٠م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

■ الأسهم ■ الصكوك الحكومية السودانية



المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي ٢٠١٠م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

٤-٣-

وتحديد  
مخاطر  
الصكوك الحكومية

قياس

بعض

### السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

نحاول من خلال مايلي قياس المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، باستخدام بعض الأدوات الإحصائية والمالية المطبقة في قياس مخاطر الأوراق المالية التقليدية والملائم تطبيقها على الصكوك الإسلامية.

وتتمثل الدراسة ومجتمعها وعينتها في استخدام أسعار الإغلاق الشهرية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة ما بين: ٢٠٠٥-٢٠١٠م، لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، دون شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة (ديسمبر ٢٠١٠م) كما أسلفنا، ونظراً لعدم وجود تداول على صكوك (صرح) في الأشهر الأولى (من جانفي إلى ماي ٢٠٠٥م) من فترة الدراسة، تم الاقتصار على (٦٧

مشاهدة) لكل من شهامة وصرح، وتتمثل هذه المشاهدات في متوسط معدلات المردودية الشهرية لإصدارات الصكوك المتداولة (شهامة وصرح كلا على حده) في كل شهر خلال فترة الدراسة، ونقصد بمعدل المردودية (R) هو التغير أو مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، أما معدل العائد فهو نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة (d) إلى السعر (P)، وعليه يمكن القول أن معدل المردودية (R) هو معدل العائد (Rd) عندما (d=0)، وتتمثل التوزيعات المدفوعة (d) في الصكوك الإسلامية في متوسط العوائد السنوية المدفوعة لحملتها، ويتم حساب معدل المردودية والعائد على النحو التالي:

$$R_d = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث:

$R_d$ : تمثل معدل العائد ما بين الفترة t و t-1، وتمثل معدل المردودية R عندما (d=0)

d: التوزيعات المدفوعة وتتمثل في متوسط العائد السنوي على صكوك شهامة وصرح

$P_t$ : سعر الإغلاق ( القيمة السوقية ) في اليوم (t)

$P_{t-1}$ : سعر الإغلاق في اليوم (t-1)

أولاً- قياس المخاطر النظامية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

يتم ذلك بحساب المعامل ( $\beta$ ) لقياس التغير الحاصل في مردودية كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، نتيجة التغير في مردودية السوق على مستويين محلي وعالمي، مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية باعتباره مؤشراً محلياً، أما المؤشر العالمي فيتمثل في مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية (The Dow Jones Citigroup Sukuk Index).

أ- حساب المعامل بيتا ( $\beta$ ) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر المحلي (مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية):  
يوضح الجدول رقم (١) قيمة المعامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة للصكوك الحكومية السودانية لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية (مؤشر محلي).

الجدول رقم (١): قيمة معامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر المحلي

إسم الصك	قيمة بيتا ( $\hat{B}_i$ )
شهامه	-0,002
صرح	0,003

ب-  
أن

مردودية صكوك شهامه بقيمة (0,002)، أي أن اتجاه تحرك مردودية صكوك شهامه معاكس لاتجاه تغيرات مردودية أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة والمعبر عنها بمردودية المؤشر العام للسوق، وعليه نستنتج أن مخاطرة صكوك (شهامه) أقل من مخاطرة السوق.

أما بالنسبة لقيمة المعامل ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت (0,003)، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة واحدة في مردودية مؤشر السوق يقابله زيادة في مردودية صكوك (صرح) بقيمة (0,003)، وبما أن القيمة أقل من الواحد ( $1 > \hat{B}_i$ ) فهذا يدل على أن تقلبات مردودية صكوك (صرح) أقل من تقلبات مردودية أسهم الشركات المدرجة في السوق، أي أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة السوق.

وبشكل عام نستنتج أن الاستثمار في الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمتمثلة في شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) أقل مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بالسوق، وهذا على المستوى المحلي.

ب- حساب المعامل بيتا ( $\beta$ ) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية (Dow Jones Citi Group Sukuk Index):

قبل حساب وتحليل قيم معاملات بيتا ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة للصكوك الحكومية السودانية (صرح وشهادة) المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية مع المؤشر العالمي (داوجونز سيتي غروب للصكوك العالمي) (DJ Citi Group Sukuk):\*

الجدول رقم (٢): قيم المعامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) للصكوك الحكومية السودانية

مع المؤشر العالمي

اسم الصك	قيمة بيتا ( $\hat{B}_i$ )	
شهادة	0,009	الم
صرح	-0,0142	x
		ا)
		مر

ويرصيات حساب المؤشر العريض داوجونز سيتي غروب بسحب الساب، وعده موسرات اخرى من عائلة داوجونز سيتي غروب (DJ Citi Group)، كما يتبع المؤشر نفس المبادئ المنهجية الكمية لحساب مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية (DJ Islamic Market Index) بهدف ضمان التوافق المستمر مع الشريعة الإسلامية، حيث يضم المؤشر حالياً عشرون إصداراً عالمياً\* للصكوك الإسلامية أغلبيتها ذات عائد ثابت، ومن الإمارات العربية المتحدة وماليزيا والبحرين. للتفاصيل أكثر:

Dow Jones Citi Group Sukuk index, CME Dow Jones Index, Guide to the group index services LLC, New York, USA, 2003, p3. And visit:

[www.djindexes.com](http://www.djindexes.com).

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (٢)، نلاحظ أن قيمة المعامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة لصكوك (شهامه) مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي جروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I) قد بلغت (0,009)، أي أن الزيادة في مردودية سوق الصكوك العالمي والمعبر عنها بمردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك (DJ Citi - Group Sukuk-I) يقابله زيادة في مردودية صكوك (شهامه) بقيمة (0,009)، وبما أن هذه القيمة أقل من الواحد ( $\hat{B}_i < 1$ )، فإن مخاطرة صكوك (شهامه) أقل من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي، ذلك أن مستوى تقلب مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك أكبر من مستوى مردودية صكوك (شهامه). أما بالنسبة لقيمة المعامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت (-0,014)، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى مردودية مؤشر السوق العالمي للصكوك الإسلامية (DJ Citi Group Sukuk-I) يقابله نقصان في مردودية صكوك (صرح) بقيمة (0,014)، وبما أن قيمة المعامل بيتا لصكوك (صرح) أقل من الواحد ( $\hat{B}_i < 1$ ) ولكنها سالبة، يعني أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة سوق الصكوك العالمي ولكن اتجاه تحرك عوائدها معاكس لاتجاه تحرك مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك.

بناءً على النتائج المتحصل عليها نستنتج أن الاستثمار في الصكوك الحكومية السودانية أقل مخاطرة من الاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية العالمية المعبر عنها بمؤشر داوجونز سيتي جروب للصكوك.

## ثانياً. قياس المخاطر غير النظامية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

نحاول من خلال ما سيأتي، قياس المخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة) بشكل عام للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠م)، من خلال قياس درجة تقلب معدل عائدها بحساب الانحراف المعياري باعتباره مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير نظامية للورقة المالية، بالإضافة إلى قياس نوع محدد من المخاطر غير نظامية والذي يعد أحد المخاطر الرئيسية المرتبطة بالإستثمار في الصكوك الإسلامية بشكل عام في أسواق الأوراق المالية والعربية خاصة، والمتمثل في مخاطر السيولة (مخاطر تسهيل الصكوك) من خلال حساب معدل أيام التداول والتداول اليومي لها.

### أ- حساب الإنحراف المعياري لمردودية الصكوك الحكومية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

يبرز من الجدول رقم (٣) أدناه أن الصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح) تتميز بمخاطر أقل مقارنة مع أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك استناداً إلى مؤشر

تذبذب مردودية الصكوك الحكومية ومؤشر السوق والمعبر عنه بالانحراف المعياري (STd.Dev).

الجدول رقم (٣): الإحصائيات الوصفية الأساسية

للصكوك الحكومية السودانية ومؤشر سوق

الخرطوم للأوراق المالية

	صكوك صرح	صكوك شهامه	المؤشر العام للسوق
Mean	٠,٠٠٠١١١	٠,٠٠٠١٩٨	٠,٠٠٣٢١٥-
Median	٠,٠٠٠٠٠٠	٠,٠٠١٠٣٣-	E-06٤,٢٣-
Maximum	٠,٠١٥٨٦٢	٠,٠٤١٤٥٩	٠,٠٩٦٩٧٣
Minimum	٠,٠١١٣٦٣-	٠,٠٢٥٥١٢-	٠,١٠٥٧٨٣-
.Std. Dev	٠,٠٠٤٢٤٨	٠,٠١٢٦٤٩	٠,٠٣٩٠٨٥

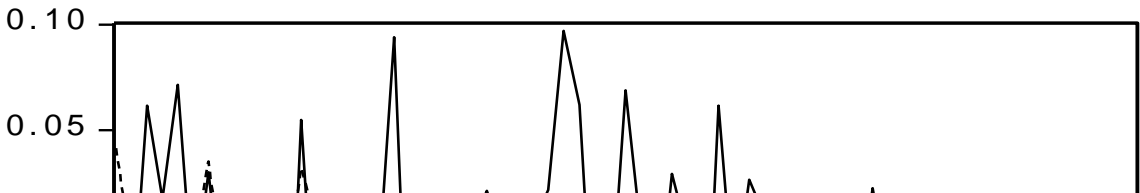


أظهرت النتائج الإحصائية أن تقلب مردودية صكوك شهامة حول وسطها الحسابي (الانحراف المعياري %) خلال مدة الدراسة يقارب ١,٢٦٪ أما بالنسبة لصكوك (صرح) فقد وصل إلى ٠,٤٢٪، وبالنسبة لمؤشر السوق فقد وصل الانحراف المعياري لمردوديته ما يقارب ٤٪. وبالنظر إلى متوسط المردودية والمعبر عنها بـ (Mean) والتي تقترب من الصفر، نجد أن صكوك (شهامة) تتميز بمتوسط مردودية ومخاطرة أعلى مقارنة مع صكوك (صرح)، وهذا موافق لنظرية المحفظة المالية، حيث أن كل زيادة في المردودية يترتب عنها زيادة في المخاطرة، ولكن لا تنطبق على حالة مردودية مؤشر السوق والتي تتميز بمخاطرة أكبر وعائد أقل مقارنة مع الصكوك الحكومية المدرجة بالسوق.

بشكل عام يلاحظ أن مردودية الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتميز بالتذبذب المنخفض جداً والذي يقترب من الاستقرار أحيانا خلال فترة الدراسة (جوان ٢٠٠٥-ديسمبر ٢٠١٠م) مقارنة مع مؤشر السوق وهو واضح في الشكل رقم (٤) أدناه.

الشكل رقم(٤): مردودية الصكوك الحكومية السودانية (شهامة وصرح)

مقارنة مع مردودية مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية



## ب- قياس مخاطر السيولة للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

من خلال قياس مخاطر السيولة من جهة المستثمرين (حملة الصكوك الحكومية) فقط دون المصدر (الحكومة)، وتعد درجة التسييل (السيولة) من أهم خواص المتاجرة بالأوراق المالية بشكل عام، ونعني هنا توافر أوامر البيع والشراء لإصدار ما في معظم أيام التداول خلال فترة معينة، وهناك مؤشرات مستخدمة لقياس مدى سيولة الأوراق المالية التقليدية في الأسواق المالية يمكن تطبيقها على الصكوك الإسلامية، من بينها معدل الدوران، ومعدل أيام التداول ومعدل التداول اليومي، فمتابعة هذه النسب ورصدها من فترة لأخرى ومقارنتها يوضح مدى الإقبال على تداول صك معين دون ورقة مالية أخرى بشكل عام، كما تعبر عن مستوى السيولة ونشاط الصكوك الإسلامية وحركة تداولها في السوق بشكل عام، ويمكن بواسطته مقارنة القطاعات والأسواق المالية مهما اختلفت عدد الإصدارات المدرجة فيها أو قيمتها السوقية.

ونظرا لعدم إفصاح السوق عن المعطيات الأساسية التي تدخل في حساب مؤشر معدل الدوران، إعتدنا على المؤشرين المتبقين (معدل أيام التداول ومعدل التداول اليومي) لقياس مستوى سيولة الصكوك

الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية ولسنة ٢٠١٠م فقط، نظراً لعدم توفر المعطيات المطلوبة لباقي سنوات فترة الدراسة.

### ب-١- معدل أيام التداول والتداول اليومي لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة):

ب-١-١ معدل أيام التداول لصكوك شهامة: تمثل هذه النسبة نسبة أيام التداول في صكوك شهامة إلى إجمالي أيام التداول في السوق خلال عام ٢٠١٠م، إنطلاقاً من ذلك توصلنا إلى أن متوسط أيام التداول لشهامة بلغ ٧٥ يوماً من أصل ٢٥١ يوماً (إجمالي أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال العام ٢٠١٠م)، وذلك بما يعادل ٣٠٪ من إجمالي أيام التداول في السوق، وقد بلغ عدد صكوك شهامة التي تم تداولها أعلى من المتوسط (متوسط أيام التداول لشهامة) من حيث عدد الأيام ٣,٠٧٨,٦١٥ صكاً لـ (١٧) إصداراً من أصل ٣٩ إصداراً من شهامة، بما يعادل ٧٦٪ من إجمالي عدد صكوك شهامة، وذلك مقابل ٩٧٨,٢٠٩ صكاً لـ (٢٢) إصداراً من شهامة تم تداولها أقل من متوسط أيام التداول، بمعدل ٣٤٪ من إجمالي صكوك شهامة خلال عام ٢٠١٠م.

ب-١-٢ معدل التداول اليومي لصكوك (شهامة): ويمثل حاصل قسمة مجموع أي من مؤشرات التداول (عدد الصكوك المتداولة، قيمة التداول... إلخ) في نهاية فترة معينة مقسوماً على عدد أيام التداول خلال الفترة، وفي العام ٢٠١٠م بلغ عدد أيام التداول كما ذكر سابقاً ٢٥١ يوماً، وعليه فقد بلغ متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية (٩,٦٥) مليون جنيه سوداني، أما بالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، فقد بلغ متوسط قيمة التداول اليومي لها خلال العام ٢٠١٠ ما قيمته (٨,٦) مليون جنيه سوداني، أي ما نسبته ٨٩٪ من متوسط قيمة التداول اليومي

في السوق، وتعكس هذه النسبة ما يمثل ١٦,١٦٢ صكاً وهي متوسط عدد صكوك شهامة المتداولة في اليوم خلال عام ٢٠١٠م.  
ب-٢- معدل أيام التداول والتداول اليومي لصكوك الإستثمار الحكومية (صرح):

ب-٢-١ معدل أيام التداول لصكوك (صرح): بلغ متوسط أيام التداول لصكوك (صرح) ٩ أيام من أصل ٢٥١ يوماً إجمالي أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام ٢٠١٠م، بما يعادل ٤٪ من إجمالي أيام التداول، وقد وصل عدد صكوك (صرح) التي تم تداولها أعلى من المتوسط (متوسط أيام تداول صرح) من حيث عدد الأيام ٨١,٥٦١ صكاً لـ (٥) إصدارات من صرح من أصل ١٢ إصدار، بما يعادل ١٢٪ من إجمالي عدد صكوك صرح، مقابل ٦٠٥,١٣٤ صكاً لـ (٧) إصدارات من صرح تم تداولها أقل من المتوسط اليومي لتداول صكوك صرح، بمعدل ٨٨٪ من إجمالي عدد صكوك صرح خلال عام ٢٠١٠م.

ب-٢-٢ التداول اليومي لصكوك (صرح): بلغ متوسط قيمة التداول اليومي لصكوك صرح خلال عام ٢٠١٠م ما يقارب (٠,٢٨) مليون جنيه سوداني، أي ما نسبته ٢,٩٪ من متوسط قيمة التداول في السوق، لـ (٢٧٣) صكاً وهو متوسط عدد صكوك (صرح) المتداولة في اليوم خلال عام ٢٠١٠م.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها لكل من صكوك شهامة وصرح، نستنتج أن صكوك شهامة تتمتع بدرجة تسهيل أعلى من صكوك صرح، سواء من حيث معدل أيام التداول والذي بلغ ٧٥ يوماً بالنسبة لشهامة مقابل ١٢ يوماً لصكوك صرح، أو من حيث معدل التداول اليومي والذي بلغ ١٦,١٦٢ صكاً متداولاً في اليوم من شهامة مقابل ٢٧٣ صكاً متداولاً من صرح.

وبمقارنة متوسط قيمة التداول اليومي لكل من شهامة وصرح، نجد أن شهامة سجلت أعلى نسبة وصلت إلى ٨٩٪ من متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقابل ٢,٩٪ لصكوك صرح.

### ج- مقارنة معدل أيام التداول والتداول اليومي بين قطاع الصكوك الحكومية والأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

بلغ معدل أيام التداول لقطاع الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام ٢٠١٠م (٨ أيام) من أصل ٢٥١ يوماً، أي بنسبة ٣٪ من إجمالي أيام التداول في السوق، وبمقارنته مع معدل أيام التداول في قطاع الصكوك الحكومية (شهامة وصرح) والذي بلغ ٨٤ يوماً (متوسط أيام التداول في الصكوك الحكومية بالسوق خلال العام ٢٠١٠م)، فإنه يمثل ما نسبته ٣٣٪ من إجمالي أيام التداول في السوق خلال عام ٢٠١٠م، وبذلك نجد أن معدل أيام التداول في قطاع الصكوك الحكومية (صكوك شهامة وصرح) أعلى منه في قطاع الأسهم بفارق ٧٦ يوماً ومن أصل ٢٥١ يوماً إجمالي عدد أيام التداول في السوق خلال عام ٢٠١٠م.

وعليه نستنتج أن أغلب أيام التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام ٢٠١٠م كان صوب الصكوك الحكومية بشكل عام، وصكوك المشاركة الحكومية (شهامة) بشكل خاص.

أما من حيث معدل قيمة التداول اليومي، فقد سجل قطاع الأسهم ما قيمته ٧٢٩ ألف جنيه سوداني، أي بنسبة ٧,٥٥٪ من متوسط قيمة التداول اليومي في سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام ٢٠١٠م.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها حول معدل أيام التداول والتداول اليومي لقطاع الصكوك الحكومية وبمقارنتها مع قطاع الأسهم نستنتج أن حركة التداول في أغلب أيام التداول كانت صوب قطاع الصكوك

الحكومية، كما أن متوسط قيمة التداول اليومي له أعلى بكثير مقارنة مع قطاع الأسهم.

وبذلك توصلنا أن الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية تتمتع بقدرة تسييل عالية، نظراً لتوافر أوامر الشراء والبيع (التداول) بمعدل يومي أعلى مقارنة بقطاع الأسهم، وبالتالي فإن حاملها أقل عرضة لمخاطر السيولة الناتجة في أغلب الأحيان (من جهة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية) عن قلة تداولها، وبالنظر كذلك إلى الأوراق المالية العشرة الأولى من حيث عدد العقود المنفذة في عام ٢٠١٠م، نجد أن صكوك إصدارات شهامة تحتل المراتب الثلاثة الأولى من حيث عدد العقود المنفذة، تليها أسهم مجموعة سوداتل للإتصالات في المرتبة الرابعة، وترجع صكوك شهامة لتحتل المراتب الستة المتبقية<sup>١</sup>.

#### ٤-٤- تحديد مخاطر أخرى للصكوك الحكومية السودانية:

هناك مخاطر تم رصدها، قد يتعرض لها خاصة حملة الصكوك الحكومية، من أهمها:

**أولاً- المخاطر السياسية:** يتسم المشهد السياسي في السودان بعدم الاستقرار في الآونة الأخيرة، سواء على المستوى الداخلي (بين الأحزاب والأطراف السياسية في الدولة) أو على المستوى الخارجي مع دولة الجنوب بعد انفصالها عن الشمال، هذا الوضع يأخذه في الحسبان أي مستثمر أجنبي يرغب بالاستثمار في السودان، لذلك نرى أن الوضع السياسي الراهن للسودان يعتبر أحد أهم العوامل غير المحفزة للاستثمار فيه.

**ثانياً- مخاطر المصدقية (السمعة):** تعاني الصكوك الحكومية السودانية في المدة الأخيرة من هذا النوع من المخاطر، حيث يشكك البعض ومن داخل السودان في مصداقيتها الشرعية من عدة نواحي،

<sup>١</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: التقرير السنوي ٢٠١٠م، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص ٥٨

منها أن طريقة حساب العائد الدوري تتم بالاسترشاد بمعدل الفائدة ليبور (LIBOR)<sup>١</sup>. هذه الشكوك من شأنها أن تؤثر على سمعة الصكوك الحكومية السودانية خاصة لدى من يرغب في الاستثمار فيها. وللإشارة فإن محاولة ربط العوائد الدورية للصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة ليبور (LIBOR) ينطبق على العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية، سعياً منها للتقريب بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية من حيث العائد، حتى تلقى هذه الأخيرة قبولاً في الأسواق العالمية.

#### ٤-٥- محاولة تحديد أهم الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

استطاعت السودان أن تتجاوز عدة مخاطر وتحديات عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية في عدة دول حاضنة لهذه الصناعة منها:

أ- تجاوزها للمخاطر القانونية بوجود إطار للتشريعات القانونية للتعامل بهذه الأداة في السودان، حيث اعتمدت الصكوك السودانية على قانوني سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ١٩٩٤م وقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م.

ب- تجاوزها للمخاطر الشرعية بوجود رقابة شرعية موحدة (الهيئة العليا للرقابة الشرعية)، ومستمرة لكافة مراحل الإصدار والتداول لحين إطفائها.

ج- وجود سوق ثانوية لتداول الصكوك الحكومية وفر لها ميزة التمتع بقدرة التسييل العالية، وبهذا استطاعت السودان أن تتجاوز مخاطر السيولة (من جهة الحملة الصكوك)، وهي أهم المخاطر التي عانت منها صناعة الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية خاصة.

<sup>١</sup> الهادي هباني: فقاعة صكوك الاستثمار الحكومية (شهادة ونحوها)، الحلقة الخامسة، متاح على الرابط: [www.sudanile.com/index.php](http://www.sudanile.com/index.php)، تاريخ الإطلاع: ٢٤/٠٣/٢٠١١م.

أما دراستنا لآليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

وفي حدود بحثنا وإطلاعنا وقفنا على أهم الآليات التالية:

**أولاً-** التنويع لقطاعات موجودات هذه الصكوك، حيث نجد أن هذا المبدأ الاستثماري يكمن في هيكلية بعض الإصدارات، منها شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، حيث نجد أن تكوين الصندوق الذي تستند عليه إصدارات الصكوك يتسم بالتنويع، فهو يضم أصولاً حقيقية لعدة شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، وبنسب متقاربة لأهم الشركات ذات الربحية العالية الناتجة عن الإدارة المتميزة، هذا التنويع القطاعي والذي تتميز به هيكلية هذه الشهادات من شأنه أن يقلل المخاطر الاستثمارية، ذلك أنه من غير المحتمل أن تنخفض إنتاجية كل الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية وفي وقت واحد.

**ثانياً-** الاعتماد على الاحتياطات وتقديم الضمانات (الكفالة و ضمان من طرف ثالث) خاصة من قبل بنك السودان المركزي، حيث نص على ذلك كل من قانون صكوك التمويل ١٩٩٥م، ونشرات الاكتتاب.

**ثالثاً-** الاعتماد على دراسة الجدوى في تحديد نسب الأرباح المتوقعة لعوائد الصكوك الحكومية، وقد اكتفت شركة السودان للخدمات المالية في موقعها الإلكتروني وفي نشرات الإصدار، بالإعلان عن أن نسبة الأرباح المتوقعة لإصدارات الصكوك كانت بناءً على مؤشرات دراسة الجدوى، لكن دون توضيح وذكر تفاصيل عن تلك الدراسة، على سبيل المثال لا الحصر، لا نجد ذكر لمخلص تنفيذي (Executive Summary) عن طبيعة الاستثمارات التي تستند إليه إصدارات الصكوك، يسترشد ويستدل بها المستثمر قبل الإكتتاب في تلك الصكوك.

وكنتيجة حول تقييمنا لمستوى إدارة مخاطر الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، سجلنا ضعفاً واضحاً وعدم اهتمام بموضوع إدارة مخاطر الصكوك الحكومية سواء على مستوى الجهات الرقابية والإشرافية للدولة، أو على مستوى جهات الإصدار



وسوق التداول، وحتى وإن وُجدت آليات لذلك، فإنها لا ترقى إلى مستوى حجم وأهمية هذه الصناعة في السودان.

فعلى مستوى الجهات الرقابية للدولة نجد أن أغلب إجراءات وآليات إدارة المخاطر دائماً ما تتم لاستيفاء متطلبات إدارة الرقابة الوقائية لبنك السودان المركزي، وفي حالة الصكوك التركيز على الضبط الشرعي (التركيز على المخاطر الشرعية)، ونلمس التجاهل لمختلف المخاطر الأخرى مثل مخاطر السوق ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة (من جهة المصدر)، حيث يعتبر بنك السودان المركزي أن الصكوك الحكومية السودانية في حد ذاتها أداة من أدوات إدارة المخاطر للمصارف السودانية، دون النظر للمخاطر التي قد تتعرض لها وأدوات للتحوط منها، كمخاطر الصرف على سبيل المثال لا الحصر، وفي حالة أخذها بعين الاعتبار، تصبح تلك الصكوك الحكومية بالفعل أداة من الدرجة الأولى لإدارة المخاطر.

أما على مستوى سوق التداول، فلا نجد هناك أصلاً قسم أو إدارة في البنية التنظيمية له تُعنى بإدارة مخاطر السوق والأوراق المالية المتداولة فيه، كما لا توجد هيئة رقابية وإشرافية مسؤولة عنه، تصدر منشورات في مجال إدارة المخاطر تلزم السوق بتطبيقها وفقاً لسلطاتها عليه.

#### ٤-٦- اقتراح آليات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

بالإضافة إلى الآليات التي تم رصدها، نحاول من خلال ما يلي، اقتراح بعض الآليات الأخرى التي من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية إلى مستويات دنيا، ويمكن أن تجعل منها أداة مالية إسلامية تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة البديلة من منظور إسلامي، باعتبار أن العائد الموزع على الصكوك الحكومية السودانية يمكن أن يمثل

ذلك، كبديل عن سعر الإقراض الربوي (معدل الفائدة) باعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى مخاطرة، والعائد على السندات التقليدية الحكومية.

**أولاً- التأمين الإسلامي:** في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني في السودان، نرى أنه لا توجد صعوبات قانونية كبيرة في تطبيق هذا الاقتراح (التأمين الإسلامي)، والتي ترجع تجربته إلى عام ١٩٧٨م، من خلال شركة التأمين الإسلامية التابعة لبنك فيصل الإسلامي السوداني باعتبارها أول شركة تبدأ العمل بنظام التأمين الإسلامي<sup>١</sup>، وباعتبار السودان صاحبة السبق في ذلك، إلا أننا لا نجد شركات تأمين متخصصة في التأمين وإعادة التأمين على مخاطر الصكوك الحكومية السودانية -خاصة وأن هذا النوع من الصكوك عادة ما يمثل موجودات ذات قيمة مالية ضخمة-، رغم أن هناك تجارب دولية في مجال التأمين وإعادة التأمين الإسلامي منها المؤسسة المالية الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، والتي تعنى بالتأمين ضد مخاطر القيود على تحويل النقد الأجنبي ونزع الملكية والحروب والإضطرابات السياسية داخل الدولة، إضافة أنها تؤمن الإستثمارات ضد مخاطر سعر الصرف وكذا تأمين السلع المستوردة من الخارج من المخاطر التي قد تتعرض لها السلعة أثناء النقل، تلك المخاطر تعتبر من أهم المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الحكومية السودانية، والتي لا بد من تأمينها.

لذلك نرى أن للسودان الإمكانيات والمتطلبات الأساسية (في المجال القانوني والتنظيمي) في تطبيق التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين وإعادة

<sup>١</sup> للمزيد من التفاصيل انظر: عثمان بابكر أحمد: قطاع التأمين في السودان؛ تقويم تجربة التحول من النظام التقليدي إلى التأمين الإسلامي، ط٢، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ١٤٢٥ هـ ٢٠٠٤م، ص٤٢-٤٣.

التأمين إسلامية متخصصة في ذلك، ويكون عن طريق إنشاء صندوق ضمان خاص للصكوك الحكومية المصدرة يفي بالمتطلبات الشرعية، ويلزم الصندوق بسداد مستحقات حملة الصكوك في وقتها عند عجز المصدر عن السداد، وذلك من خلال قيام المصدر مُمثلاً بشركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإنشاء و/أو الاشتراك مع حملة الصكوك (حالة صكوك المشاركات) في إنشاء صندوق للتأمين وإعادة التأمين ضد مخاطر الصكوك الإسلامية بسداد أقساط الاشتراك فيه عند كل إصدار، ويزيد رأس مال الصندوق بزيادة عدد الإصدارات الحكومية، وسيساعد ذلك السودان التي لا تتمتع بتصنيف ائتماني، على إمكانية اقتحام أسواق المال العربية وحتى العالمية والحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وخططها التنموية عن طريق إصدار الصكوك.

### ثانياً- تطبيق الحوكمة:

في ظل اقتراحنا للحوكمة كإحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية والمساعدة على تدنيته، نحاول اقتراح بعض السياسات التي من شأنها تطوير هذه الحوكمة، وسنتناول ذلك من من جانبيين:

أ- بالنسبة للمؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية في السودان، ونقترح مايلي:

١. ضرورة تكوين لجنة وطنية لدراسة ووضع منهج واضح لتطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات المالية العامة العاملة والمتعاملة بالصكوك الحكومية، وتحديد الآليات المناسبة لضمان تطبيقها بصورة سليمة تتوافق مع الظروف والتحديات المحلية.

٢. ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الحكومية السودانية من قبل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (البحرين)، والتي تراعي في تصنيفها الضوابط الشرعية لهذه الصكوك.
٣. ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الحكومية السودانية من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، حيث يعد ذلك مؤشراً مهماً للمستثمرين في الإصدارات السيادية، وحتى تلقى القبول في الأسواق الدولية.
٤. ضرورة تعديل قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م، حتى يتماشى مع المتغيرات السائدة، وأن يضم توضيحاً لعمليات تصكيك الأصول من جهة الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وضوابط جهة الإصدار (الحكومة)، والبيع الفعلي، وجوانب حول حالات الفائض والعجز في السيولة والرجوع للمنشئ، والتوضيح الجيد لطبيعة التعاقد بين حملة الصكوك وشركة السودان للخدمات المالية، مع ضرورة ذكر وتوضيح لحالات النزاع وطرق علاجها بين أطراف عملية التعاقد (حملة الصكوك والحكومة) حتى يكون ذلك للمستثمرين سنداً قانونياً أو شرعياً يقوي حجتهم في حالة وقوع خلاف بينهم وبين الحكومة.
٥. تعيين جهات مستقلة عن الحكومة لإعطاء مصداقية وشفافية أكثر في إثبات حالات الخسارة (أي أنها ناتجة عن إهمال وتقصير المضارب أم لا)، ذلك أن الخسارة يتحملها حملة الصكوك، وتتحمل الدولة ممثلة في شركة السودان للخدمات المالية الجهد الذي بذلته في إدارة موجودات هذه الصكوك، ومن الصعوبة في حالة النزاع إثبات تقصير الحكومة وإهمالها إلا بوجود جهات خاصة ومستقلة عن الدولة تثبت ذلك، وتتمتع بالمصداقية والشفافية.

٦. ضرورة وجود تقارير دورية (لا توجد حالياً) عن حالة موجودات الصكوك الحكومية المصدرة (شهامة) أو في المشروعات الممولة في حالة (صرح)، وهي مفيدة للتنبؤ بالعائد، والتخارج عند توقع ضعف الأداء.

٧. ضرورة القيام بجميع إجراءات البيع اللازمة والتصريح بها وإرفاقها عند كل نشرة إصدار، مع وجود رقابة مالية وشرعية خارجية مستقلة، هذه الأخيرة مهمة جداً لضمان ما يسمى بالحوكمة الشرعية.

٨. ضرورة الفصل بين وظائف المحاسبة والمراجعة وتقييم الأصول من قبل ديوان المراجعة العامة، وهو جهة حكومية، حتى يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص أو خارجي.

٩. ضرورة وجود نشرة إصدار عند كل طرح، والإفصاح فيها عن جميع المخاطر المتوقعة وليس الاقتصار على مخاطر الائتمان فقط، كما في حالة نشرة اكتتاب صرح وشهامة، وفي بند منفصل وحسب المعايير الدولية المستحدثة، تجعل من الإصدارات الحكومية السودانية أكثر شفافية ومصداقية، كما يترك للمستثمر الخيار كاملاً، وبالتالي يتحمل نتائج خياراته.

ب- بالنسبة لسوق الخرطوم للأوراق المالية، باعتباره السوق الثانوية لتداول الصكوك الحكومية السودانية، ومن أهم العوامل التي ساهمت في نجاح تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الاستثمارية الحكومية لمدة تزيد عن عقد من الزمن، ونفترح ما يلي:

١. الإسراع بتطبيق المبادئ الأساسية للحوكمة في السوق.
٢. بناء مؤشر لسوق الصكوك الإسلامية السودانية لتحديد سعر القيمة العادلة للشهادة.

٣. تفعيل مشروع صناع السوق، والذي من شأنه أن يوجد التوازن بين العرض والطلب، ويمنع المضاربات.

٤. ضرورة اعتماد هيكل تنظيمي جديد ومتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للسوق لمواجهة التحديات المستقبلية، من خلال استحداث أقسام وإدارات جديدة في بنية الهيكل التنظيمي، والتي تعد ضرورية لترسيخ مفاهيم الحوكمة والضبط المؤسسي، من أهمها إنشاء قسم خاص يُعنى بإدارة مختلف مخاطر السوق، المالية والشرعية والتشغيلية والإستراتيجية وغيرها، والتي نراها مفقودة في البنية التنظيمية للسوق حالياً، مع إلغاء الجمع بين رئاسة مجلس إدارة السوق ورئاسة مجلس إدارة بنك آخر والمتمثل حالياً في محافظ بنك السودان المركزي.

٥. ضرورة تطوير قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث إنه ومنذ صدوره في العام ١٩٩٤م، لم يشهد أي تعديلات لاستيعاب التغيرات الجديدة في البلاد، كما يفتقر القانون إلى وجود عقوبات مالية وإدارية رادعة ضد الجهات المخالفة لنصوصه.

٦. زيادة الشفافية لنشاطات وعمليات السوق والتي تسمح للمستثمرين باتخاذ القرارات، من خلال نشر جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة في السوق، حيث نجد أن هناك نقصاً في بعض المعلومات المهمة حول الصكوك الحكومية في السوق، ومثال على ذلك عدم الإفصاح عن قيمة وعدد صكوك الإصدارات المدرجة.

٧. من بين أهم السياسات أيضاً، ضرورة العمل على إنشاء جهة رقابية إشرافية على السوق، وكحل مبدئي يمكن تبني حزم الرقابة المطبقة في بنك السودان المركزي بواسطة سوق الخرطوم للأوراق المالية مع مراعاة اختلاف طبيعة النشاط

المصرفي عن أنشطة الاستثمار بالأوراق المالية، وبعد تكوين هيئة سوق المال يعاد تنظيم جميع أعمال السوق وفقاً لسلطاتها الواردة في القانون.

٨

### الخاتمة ونتائج البحث:

لقد تبين لنا من خلال هذا البحث، الأهمية الكبرى لمنتج الصكوك الإسلامية الذي يعتبر نقلة نوعية في تطور الأدوات المالية الإسلامية، والذي جاء استجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بالتمويل الإسلامي، خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

وإذا كانت الصكوك الإسلامية قد لقيت اعترافاً دولياً كمنتج مالي إسلامي يستجيب لتعبئة الموارد وتمويل المشاريع خاصة منها ما يُعرف بالصكوك الإسلامية الحكومية، فإن التعامل بهذه الصكوك أفرز العديد من المخاطر المرتبطة بها، والتي تتطلب آليات لإدارة هذه المخاطر وفق الضوابط الشرعية، وهو ما حاول هذا البحث معالجته والذي خلص إلى النتائج الآتية:

#### أ- الدراسة النظرية:

- أظهر واقع الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة أن هناك توسعاً مضطرباً في اتجاه القطاع الحكومي نحو إصدار الصكوك الإسلامية كوسيلة لتوفير موارد مالية لتغطية الاحتياجات التمويلية للحكومات، وتعتبر السودان نموذجاً لذلك.

- إن حداثة صناعة الصكوك الإسلامية وعدم نضجها بالشكل الكافي، جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية والشرعية والتنظيمية، والتي قد تحد من نموها محلياً وعالمياً.

- تتعرض الصكوك الإسلامية بما فيها الحكومية إلى العديد من المخاطر، منها ما تختص به دون غيرها من الأوراق المالية وتتمثل في المخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية، وكذا المخاطر الشرعية، ومنها المخاطر التقليدية التي تشترك فيها مع بقية الاستثمارات وتشمل المخاطر المالية التي تضم كلاً من مخاطر الائتمان والسيولة والسوق، بالإضافة إلى مخاطر التشغيل.

- يمكن تطبيق بعض أدوات التحليل المالي والإحصائي في قياس عوائد ومخاطر الصكوك الإسلامية بما فيها الصكوك الحكومية.

- تتعدد آليات إدارة المخاطر في الصكوك الإسلامية ومنها الحكومية، فمنها ما هو ذو طبيعة تقليدية كدراسة الجدوى والضمانات والاحتياطيات والتنوع، ومنها ما هو ذو طبيعة إسلامية كالتأمين التعاوني والتحوط وفق آليات إسلامية، إضافة لاقتراحنا لآلية الحوكمة وتطويرها بما يتناسب وطبيعة الصكوك الإسلامية الحكومية.

**ب- الدراسة التطبيقية:**

- للسودان تجربة رائدة ومميزة في إصدار الصكوك الحكومية (السيادية) بهدف تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة والمشروعات الحكومية، ويستعملها بنك السودان المركزي حالياً لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي في إطار ما يُعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود.

- استطاعت السودان أن تتجاوز بعض المخاطر والتحديات التي واجهتها الصكوك الإسلامية في دول أخرى، كالمخاطر القانونية والشرعية، ومخاطر السيولة من خلال وجود سوق ثانوية نشطة لتداول الصكوك الحكومية.

- بعد الدراسة التطبيقية على كل من صكوك (شهامة) و (صرح)، وبالنسبة للمخاطر النظامية، وبعد حساب قيمة معامل الحساسية ( $\hat{B}_i$ ) بالنسبة لشهادات الاستثمار الحكومية (شهامة) تبين لنا أن مخاطرتها



أقل من مخاطرة السوق، وأن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة السوق أيضاً، أي أن كلاهما أقل مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بالسوق، وهذا على المستوى المحلي.

أما على المستوى العالمي، وبالنظر إلى قيمة المعامل بيتا ( $\hat{B}_i$ ) المحسوبة لصكوك (شهامه) مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك (DJ Citi Group Sukuk-I) تبين أن مخاطرة هذه الصكوك أقل من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي، ذلك أن مستوى تقلب مردودية المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك أكبر من مستوى مردودية صكوك (شهامه). أما مخاطرة صكوك (صرح) فهي أقل من مخاطرة سوق الصكوك العالمي ولكن اتجاه تحرك عوائدها معاكس لاتجاه تحرك مردودية مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك.

- بالنسبة للمخاطر غير النظامية، تبين لنا أن الصكوك الحكومية السودانية (شهامه وصرح) تتميز بمخاطر أقل مقارنة مع أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك استناداً إلى مؤشر تذبذب مردودية الصكوك الحكومية ومؤشر السوق والمعبر عنه بالانحراف المعياري (STd.Dev).

- بالرغم من نجاح تجربة السودان في مجال الصكوك الحكومية، فإننا نسجل ضعفاً واضحاً وعدم اهتمام (بالقدر الكافي) بإدارة مخاطر تلك الصكوك، سواء على مستوى الجهات الرقابية والإشرافية للدولة، أو على مستوى جهات الإصدار وسوق التداول.

### التوصيات:

- ضرورة تصنيف الصكوك الحكومية السودانية ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، وكذا الاستعانة بالوكالة الإسلامية

الدولية للتصنيف في هذا المجال، وهو الإجراء الذي يبعث الثقة ويجلب المستثمرين فيها من جهة، ويعزز من حوكمة هذه الصكوك كما ورد بالبحث.

- ضرورة التأمين الإسلامي على مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين متخصصة في ذلك.

- ضرورة تطبيق الحوكمة على جميع أطراف وآليات الصكوك الحكومية السودانية، وفق إجراءات تم تبيانها بالتفصيل من خلال البحث، وهو ما من شأنه أن يذلل العديد من الصعوبات التي تواجهها الصكوك الحكومية في السودان.

### ملحق:

الجدول رقم (٥): عدد وقيمة تداول الصكوك الحكومية والأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الأوراق المالية	42	33	21	28	34	40
قيمة الأوراق المالية	194 407 273,65	799 901 524,73	1 068 597 776,77	1 283 236 066,02	1 836 256 784,13	2 157 933 832,95

\* تم إصدار صكوك (شامة) في: ٢٧/١٠/٢٠١٠م وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر ٢٠١٠م، حيث بلغ عدد صكوكها المتداولة ٧٨ صكاً بقيمة تداول وصلت إلى 39.390,00 جنيه سوداني.

	4	7	6	9	13	12					
	35 978 016,15	112 583 217,40	113 514 854,28	76 087 764,15	126 804 297,25	70 156 385,51					
	46	40	27	37	47	52					
	230 385 290	912 484 742	1 182 112 631	1 359 323 830	1 963 061 081	2 228 090 218					
	274 366 808	188 659 120	89 680 785	12 600 742	3 473 469	3 803 710					
	975 308 400,35	1 147 985 511,91	600 691 472,43	472 482 032,46	245 508 282,91	182 977 913,40					

♦ واحد (٠١) دولار أمريكي = 2272,5 دينار سوداني في: ١٩٩٩/٠١/٣١م، ومنذ يوليو ٢٠٠٧ تم تغيير عملة التعامل في السودان من الدينار السوداني إلى الجنية السوداني، وأصبح واحد (٠١) جنيه سوداني = ١٠٠ دينار سوداني عند التحول إلى الجنيه. مع الإشارة إلى أن: واحد (٠١) دولار أمريكي = 2,5033 جنيه سوداني في: ٢٠١٠/١٢/٣١ أي في نهاية سنوات الدراسة.

**المصدر:** بالاعتماد على التقرير السنوي ٢٠١٠م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

## موضوع للنقاش



## تطوير صيغ التأمين الإسلامي سامي إبراهيم السويلم\*

### ١ مقدمة

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

تقوم الصناعة المالية عموماً على ركنين أساسيين: التمويل وإدارة المخاطر. وبينما تقوم المصارف الإسلامية بدور مهم في تقديم التمويل الإسلامي من خلال الصيغ الشرعية، فإن مجال إدارة المخاطر في المالية الإسلامية لا يزال محدوداً. وتقوم مؤسسات وشركات التكافل أو التأمين الإسلامي بدور مهم في بعض أنواع المخاطر، مثل مخاطر ملكية الأعيان والمنافع، المخاطر المتعلقة بالجوانب الصحية ونحوها.

وكما هو الشأن في الجانب المصرفي، فإن صناعة التكافل حذت حذو النموذج التقليدي للتأمين، مع محاولة تعديل النظم والآليات لتستوفي المتطلبات الشرعية. ولا حرج من حيث المبدأ في سلوك هذا المنهج في أسلمة جوانب الحياة العملية، لكن الخلل ينشأ من حصر النموذج الإسلامي في نطاق ضيق ونمط وحيد، بما قد يؤدي إلى تراجع مصداقية البديل الإسلامي وغلبة منهج المحاكاة للنموذج التقليدي.

للخروج من هذه الحلقة المفرغة نحتاج أن نلقي نظرة خارج الصندوق، ونستطلع فرص إيجاد صيغ وبدائل إسلامية في مجال التأمين وإدارة المخاطر عموماً، على نحو أكثر مصداقية من الناحية الشرعية، وأكثر كفاءة من الناحية المالية. هذه الورقة محاولة في هذا الاتجاه، وهي تبني على مشاركة الكاتب في ملتقيات التأمين التعاوني

---

\* مدير مركز تطوير المنتجات المالية الإسلامية مجموعة البنك الإسلامي للتنمية.

السابقة التي نظمتها مشكورة الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل<sup>١</sup>.

سنتناول أولاً رؤية الاقتصاد الإسلامي للمخاطر، وفي ضوء ذلك يتم تقويم التأمين التجاري. يلي ذلك مناقشة البدائل المناسبة للتأمين من منظور إسلامي.

## ٢ المخاطر في الاقتصاد الإسلامي

في النظام الرأسمالي، كل شئ من حيث المبدأ يمكن أن يتحول إلى سلعة تباع وتشتري. لم يكن الخطر استثناء من هذا المنهج، ولهذا أصبحت المخاطر "سلعة" يتم تبادلها إما من خلال التأمين التجاري، أو من خلال المشتقات المالية. ونظراً لأن المخاطر ليست من "الطبيبات" بل هي سلعة "ضارة"، فإن بائع الخطر هو الذي يدفع الثمن، لأنه يتخلص من المخاطر بنقلها إلى المشتري. أما المشتري، شركة التأمين التجاري أو مصدر عقد المشتقات، فهو يتحمل الخطر مقابل عوض. لكن المتاجرة في المخاطر يعني أن المخاطر أصبحت مصدراً للربح، ولهذا فمن مصلحة المتاجرين فيها زيادتها والتوسع فيها، وليس تقليصها وتضييق نطاقها. والنتيجة الطبيعية لذلك هي استفحال المخاطر وتفاقمها. وهذه النتيجة نقيض ما تهدف إليه هذه العقود: فبالرغم من أن عقود المشتقات والتأمين التجاري تهدف، نظرياً على الأقل، إلى الحماية من المخاطر، إلا أن النتيجة الكلية، والتي يؤكدتها الواقع، هي تضاعف المخاطر. وبدا هذا واضحاً في ارتفاع درجة الاضطراب والتقلبات في الأسواق المالية في العقود الأربعة الماضية والتي انتهت بأسوأ أزمة مالية في التاريخ، وهي الأزمة المالية العالمية.

<sup>١</sup> الملتنقى الثاني للتأمين التعاوني، ٢٧-٢٨ شوال ١٤٣١هـ، ٦-٧ أكتوبر ٢٠١٠م، والملتنقى الثالث للتأمين التعاوني، ١١-١٢ محرم ١٤٣٣هـ، ٧-٨ ديسمبر ٢٠١١م.



ولهذا السبب فإن الخطر مجرداً ليس محلاً للمعاوضة والاسترباح في الاقتصاد الإسلامي. بل إما أن يتم نقله بصفة غير ربحية، أو يتم دمجها ضمن النشاط الاقتصادي. ففي دائرة النشاط غير الربحي لا حرج في الاقتصاد الإسلامي من نقل المخاطر مجردة، لأنه لا خوف حينئذ من تضاعف المخاطر واستفحالها.

أما في دائرة النشاط الربحي، فالخطر يجب أن يكون تابعاً للملكية، ملكية السلع والمنافع والخدمات. ولذا فلا يمكن الاسترباح من الخطر إلا من خلال التبادل والإنتاج الحقيقي الذي يولد الثروة. بهذا ينجح الاقتصاد الإسلامي في تحقيق التوازن بين الحماية من المخاطر على مستوى الأفراد وعلى مستوى الاقتصاد الكلي. أما ما عدا ذلك فلا يمكن فصل المخاطر عن الملكية إلا إذا كانت المعاملة غير ربحية.

### ٣ استراتيجيات تطوير صيغ التأمين

بناء على ما سبق يمكن تحديد مجالات المنتجات التي تهدف لإدارة المخاطر في الاقتصاد الإسلامي بأمرين:

١. دائرة النشاط غير الربحي.
٢. دائرة النشاط الربحي الذي لا ينفك عن ملكية السلع والخدمات والنشاط الحقيقي.

وفي ضوء ذلك يتم تحديد استراتيجيات تطوير منتجات التأمين وإدارة المخاطر عموماً.

واقع صناعة التأمين الإسلامي هو محاولة أسلمة عقود التأمين ضمن دائرة النشاط غير الربحي. لكن النموذج الذي يتم محاكاته، وهو التأمين التجاري، نموذج ربحي أساساً. ولهذا السبب تواجه محاولات الأسلمة صعوبات متعددة للتناقض الطبيعي بين هذين النوعين من النشاط.

فالتأمين التجاري قائم على أساس المعاوضة على الضمان، ضمان العين، مقابل ثمن. وهذا مما أجمع العلماء على تحريمه لأنه من الغرر المحرم شرعاً. وهذا ليس غريباً لأن المعاوضة على الضمان في حقيقتها معاوضة على الخطر، لأن الطرف الضامن يقبل المخاطر مقابل عوض. ولكن هذا يعني أن الخطر أصبح سلعة يتم تداولها طلباً للربح، وهذا ينافي حكمة التشريع من كون الخطر ينبغي أن يكون تابعاً للنشاط الاقتصادي، كما سبق.

فإذا أردنا للتأمين الإسلامي أن يكون بديلاً فعلياً عن التأمين التجاري، وليس نسخة معدلة منه، فإما أن ننتقل من أساس غير ربحي من البداية، ويتم تطوير النموذج لمواءمة الاحتياجات المعاصرة، وإما أن ننتقل من المبادلات الاقتصادية المشروعة وتوظيفها لتحقيق هدف التأمين على نحو مشروع. أما الانطلاق من نموذج التأمين التجاري، فربما كانت هذه الاستراتيجية مناسبة قبل ٤٠ عاماً بسبب ظروف البداية والنشأة، لكن من غير المقبول أن تظل الصناعة حبيسة لهذه الخطوة المرحلية إلى ما لا نهاية.

#### ٤ التكافل اللاربحي

هناك العديد من صور التكافل الاجتماعي في المجتمعات الإسلامية وغير الإسلامية. هذه الصور والتطبيقات يمكن أن تكون منطلقاً لتطوير التأمين على أساس تكافلي غير ربحي.

من أوضح هذه الصور ما يعرف بـ"الصناديق الأسرية"، حيث يجتمع أفراد أسرة معينة أو مجموعة أسر تشترك في مسقط الرأس أو المنشأ. يتم تأسيس صندوق للتكافل فيما بين أعضاء هذه الأسر أو الأسرة من خلال اشتراكات سنوية يدفعها الأعضاء بحسب قدراتهم المالية. يقوم الصندوق عادة بعدد من الأنشطة تشمل دعم الأسر الفقيرة ممن يشتركون مع الأعضاء في الرابطة الاجتماعية التي يقوم الصندوق على أساسها. كما تشمل الأنشطة دعم الحالات الطارئة التي

يتعرض لها بعض الأعضاء، مثل علاج الأمراض والعمليات الجراحية، تعويض الحوادث والكوارث، ونحو ذلك. وبالمقارنة مع التأمين التجاري، نلاحظ عدداً من الفروق الجوهرية:

١. الصندوق الأسري يقوم على أساس رابطة اجتماعية وثيقة سابقة على عقد التأمين. فالمنتسبون للصندوق تجمعهم روابط قائمة، وعلى أساسها قام الصندوق. أما في التأمين التجاري، فالعقد هو الأساس في العلاقة بين المستأمن وبين الشركة. من حيث الواقع نجد صناعة لتأمين الإسلامي تسير في الاتجاه نفسه، حيث يكون العقد هو أساس العلاقة بين المستأمنين، وليس الرابطة الاجتماعية.

٢. لا تقتصر الاستفادة من الصندوق على الأعضاء الذي دفعوا اشتراكات، بل تتعداهم إلى كل من ينتسب إلى الرابطة الاجتماعية التي قام الصندوق على أساسها ممن تعذر لسبب أو لآخر اشتراكهم في التأمين. وجانب التكافل والتعاون هنا من أوضح ما يكون، بخلاف التأمين التجاري (وواقع التأمين الإسلامي) الذي يقصر الاستفادة على الأعضاء المشتركين.

٣. يغطي الصندوق أنواعاً متعددة من المخاطر والاحتياجات للأعضاء والمنتسبين، ولا يختص بخطر محدد. بينما نجد في التأمين التجاري، والصور التطبيقية للتأمين الإسلامي، يقتصر التعويض على نوع محدد من المخاطر بحسب العقد. فأساس التكافل في الصناديق الأسرية هو الإنسان، بحيث يهدف الصندوق إلى حمايته ومواساته قدر الإمكان. أما في التأمين التجاري، فالتأمين موجه لخطر محدد وليس لحماية الإنسان. فلو أصيب العضو بنوع من الخطر أشد ضرراً على الشخص، لكنه

لم تنص عليه الوثيقة، امتنعت شركة التأمين (التجاري أو الإسلامي) من التعويض لمنافاة ذلك للعقد. أما في الصناديق الأسرية ونحوها، فالهدف هو حماية العضو أو المنتسب للصندوق، أياً كان نوع الخطر. في المقابل فإن الصندوق يحدد السقف الأعلى للتعويضات لتقليل أعباء التعويض. بينما نجد التأمين التقليدي يرفع سقف التعويض للخطر المحدد، لكنه يحصر التعويض في المخاطر المحددة دون غيرها.

### مؤسسات المجتمع المدني

الصندوق الأسري مثال لما يسمى مؤسسات المجتمع المدني. معظم دول العالم تسمح فيها الأنظمة بتأسيس جمعيات غير ربحية لأغراض اجتماعية. لا يوجد ما يمنع من حيث المبدأ من إنشاء جمعية أو مؤسسة اجتماعية بغرض التكافل بين أعضائها، يكون لها مجلس إدارة وجمعية عمومية وسائر مكونات المنظمات الاجتماعية. ثم للجمعية أن تتعاقد مع شركة تأمين (تكافل) لإدارة اشتراكات الجمعية وتنظم تعويضاتها على نحو مهني، من حيث تقدير تكلفة الاشتراكات وسقف التعويضات والاحتياطيات إلخ، ومن حيث جمع الاشتراكات وصرف التعويضات ونحوها من المسؤوليات الإدارية. شركة التأمين في هذه الحالة تصبح مديراً فعلياً لصندوق التكافل، ولا تقدم أي ضمانات، مباشرة أو غير مباشرة.

بينما نجد في واقع الأمر أن المشتركين ليس لهم هيئة أو كيان مستقل عن شركة التأمين، بل شركة التأمين هي التي تنشئ صندوق المشتركين وهي التي تديره تلقائياً. وهذا يؤدي إلى تناقض مصالح واضح بين الجهتين.

### التأمين التعاوني

حقيقة التعاون هي النفع المتبادل على وجه الاختيار وليس الإلزام. ومعنى ذلك أنه إذا تعذر على أحد الطرفين نفع صاحبه لم يكن ليجبر على ذلك. وبهذا يظهر الفرق بين التأمين التعاوني وبين التأمين التجاري. فالتأمين التعاوني هو اشتراك الأعضاء في تحمل تكلفة المخاطر. أما التأمين التجاري فهو مبني على المعاوضة على الضمان، أي الالتزام بالتعويض حال وقوع الخطر.

الفرق بين النموذجين يظهر في حالة عجز صندوق الاشتراكات عن تغطية تعويضات الأعضاء. ففي حالة التأمين التجاري تلجأ الشركة إلى إعادة التأمين أو الاقتراض لتغطية العجز. بينما في التأمين التعاوني يتحمل الأعضاء العجز إما من خلال زيادة الاشتراكات أو من خلال تخفيض التعويض بحسب موجودات الصندوق.<sup>١</sup>

ولهذا يوصف التأمين التجاري بأنه تأمين "ذو القسط الثابت".<sup>٢</sup> بينما يوصف التأمين التعاوني بأنه ذو قسط متغير بسبب تحمل المشتركين لمخاطر العجز والتي يمكن أن تؤدي إلى مطالبة المشتركين بدفع اشتراكات إضافية.

ولكن التعبير عن ثبات أو تغير القسط لا يعكس بدقة ثبات أو تغير التعويضات. ففي الحالتين، القسط الثابت والمتغير، مقدار التعويضات ثابتة. لكن أحدهما يحمل مخاطر العجز على إعادة التأمين أو على ملاك شركة التأمين، والآخر يحمل العجز على المشتركين لأنهم هم الذين يملكون صندوق التأمين، وهذه طبيعة التأمين التبادلي ( mutual insurance).

لكن إذا نظرنا إلى ثبات أو تغير مقدار التعويضات، وجدنا هذين النوعين في مجال التأمينات الاجتماعية في الغرب: فهناك نموذج

<sup>١</sup> انظر "وقفات في قضية التأمين"، ضمن قضايا في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، للكاتب.  
<sup>٢</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ٩ في ١٤٠٦هـ، ١٩٨٥م، وقرار رقم ١٨٧ في ١٤٣٣هـ، ٢٠١٢م.

التأمين محدد المنافع أو التعويضات (defined benefits)، ونموذج التأمين محدد الاشتراكات (defined contributions).<sup>١</sup> الأول يحدد مقدار التعويضات مقدماً ويضمن رب العمل مقدار التعويضات التي يحصل عليها المشترك. بينما في النموذج الثاني يتم تحديد الاشتراكات، وتتغير التعويضات بحسب المتاح من موجودات حساب المشترك. الاتجاه السائد حالياً في مجال التقاعد هو النموذج الثاني (تحديد الاشتراكات) بسبب ارتفاع تكاليف التقاعد مع ارتفاع مخاطر الأسواق. ويتبع ذلك مجال التأمين الصحي، حيث ينحى هو أيضاً مؤخراً نحو التأمين محدد الاشتراكات.<sup>٢</sup>

وحقيقة الأمر أن تحديد الاشتراكات والتعويضات في آن واحد أمر عالي المخاطر، لأن مقدم التأمين لا يستطيع التنبؤ بتغيرات الأسواق والظروف الاقتصادية. والواقع أن الاشتراكات تكون محددة أثناء العقد، لكنها تزيد باطراد سنة بعد أخرى للمحافظة على مستوى التعويضات. ولذا فإن هذه الطريقة تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التأمين، وكان هذا من أسباب ارتفاع تكاليف الرعاية الصحية.

### ضمان التعويض

جوهر الفرق بين التأمين التجاري والتعاوني يظهر حالة العجز: فإذا لم تكن الاشتراكات وعوائدها تكفي لتغطية التعويضات، فيجب في هذه الحالة أن يتحمل الأعضاء العجز، بإحدى طريقتين: إما باشتراكات إضافية لتغطية العجز، أو بتخفيض التعويضات بحسب نسبة العجز.

<sup>١</sup> انظر:

U.S. Bureau of Statistics, Glossary, [www.bls.gov/bls/glossary.htm](http://www.bls.gov/bls/glossary.htm).

<sup>٢</sup> انظر:

Kenneth Sperling and Oren Shapira (2011) "Here It Comes: Defined Contribution Health Care," *Benefits Quarterly*, First Quarter, pp. 42-48; Peter Orszag (2011) "Defined Contributions Define Health-Care Future," *Bloomberg*, Dec. 7.

والشائع في التطبيقات للتأمين الإسلامي هو التزام شركة التأمين بإقراض صندوق المشتركين مقدار العجز، على أن يتم سداه من الاشتراكات اللاحقة. وهذا الالتزام يعني أن شركة التأمين تحملت مخاطر الصندوق، ولم تعد مجرد أمين أو مدير للصندوق، وبذلك تصبح الشركة ضامنة للمخاطر. ولا يخفى أن هذا ينقض أساس فكرة التعاون القائمة على المشاركة وليس على الضمان. كما أنه ينفي الفرق الجوهرى بين التأمين التعاوني والتأمين التجاري.

وهناك رأي بأن الضامن ليس شركة التأمين بل هو الشخصية المعنوية لصندوق المشتركين. فالصندوق هو الذي يضمن التعويض، وليس شركة التأمين. ولا ريب أن "الشخصية المعنوية" لا تعدو أن تكون افتراضاً قانونياً بحتاً، والضمان إنما يتعلق بالملاءة المالية، سواء وجدت شخصية معنوية أو لم توجد. فإذا قيل إن الصندوق هو الذي يضمن، فهذا يعني أنه يضمن من خلال الاشتراكات التالية من الأعضاء المستقبلين في الصندوق. فيؤول الأمر في هذه الحالة إلى نظام هرمي يتم فيه تعويض الأعضاء الحاليين من خلال الأعضاء المستقبلين. والنظام الهرمي كما هو معلوم غير قابل للاستمرار، وهو مجازفة كبيرة في الحقيقة ولذلك يدخل في حيز الغرر الفاحش، لأنه يتعذر ضمان حجم الاشتراكات المستقبلية. فإذا ضمن الصندوق التعويض بناء على الاشتراكات المستقبلية، وهذه الاشتراكات لا يُعلم تحققها ولا وجود أسبابها، كان هذا من باب "بيع ما ليس عنده" المنهي عنه شرعاً.

وفوق ذلك فإن الضمان الذي يصدره الصندوق للمشارك هو من جنس الضمان في التأمين التجاري ويقوم على الأساس نفسه. كل ما في الأمر أنه تم نقل الضمان من شركة التأمين إلى الصندوق. والتحرير

سببه العقد وليس الجهة المصدرة للعقد. فإذا وُجدت المعاوضة على الضمان، من أي جهة كانت، فهو غرر محرم شرعاً.

يوضح ذلك أن نظير هذا الضمان لو صدر من صندوق مضاربة، بحيث يضمن الصندوق للمستثمرين رأس المال، لم يكن ذلك مقبولاً شرعاً. السبب هو أن العقد بين المشترك في الصندوق وبين الصندوق يصبح قرصاً بفائدة، فهو ربا. ولا يغير من حقيقة الأمر كون الضمان صدر من الصندوق وليس من مدير الصندوق، لأن النتيجة واحدة. فكذلك الأمر في التأمين: إذا وجد الضمان بالتعويض، سواء من الصندوق أو من مدير الصندوق، فهو غرر محرم شرعاً.

والمناقشة السابقة تبين أحد أهم جوانب الخلل في محاولة إقامة التأمين الإسلامي على أساس التأمين التجاري، لأن الأخير مبني على معاوضة تهدف للربح، بينما التأمين الإسلامي المنشود قائم على أساس التعاون والتكافل الذي لا يراد به الربح. فهناك تنافر جذري بين النموذجين. ومحاولة طرح اشتراك الأعضاء في تحمل العجز غير وارد في إطار التأمين التجاري، لأن فلسفة التأمين التجاري هي نقل الخطر من طرف لآخر مقابل مبلغ مالي. أما التكافل فهو قائم على فلسفة مختلفة جذرياً، ولهذا من الخطأ محاولة تطبيقه من خلال آليات التأمين التجاري.

البديل الذي يترجم إلى حد كبير فلسفة التكافل عملياً، هو الانطلاق من مؤسسات المجتمع المدني غير الربحية. وإذا انطلقنا من هذه الأرضية لم يكن صعباً تقبل فكرة تغير الاشتراكات بحسب حجم الاشتراكات وحجم التعويضات. تحمل هذا التغير نتيجة طبيعية لشعور الأعضاء بمسؤوليتهم تجاه الصندوق أو الجمعية وتحملهم مسؤولية إدارتها. في هذه الحالة سيصبح مستوى الأداء من حيث التحصيل ومن حيث التعويض أفضل بكثير من النموذج السائد، لغياب التنافر في المصالح أو على الأقل تقليله بشكل كبير.



## ٥ التأمين الربحي

إذا أردنا إقامة تأمين ربحي وفق الضوابط الشرعية، فيجب أن يتم ذلك من خلال عقود المعاوضات الشرعية. وليس المقصود من ذلك استخدام الصيغ المشبوهة من خلال بيع وشراء لسلع لا مصلحة لأي من الأطراف فيها، بل من خلال التكامل بين النشاط الاقتصادي المثمر وبين التأمين الذي يعزز ويشجع هذا النشاط.

ونظير ذلك أن الشريعة الإسلامية حرمت القرض بفائدة مشروطة، وسمحت بالبيع بأجل وبالسلم، وغيرها من العقود الشرعية. هذه العقود تتضمن التمويل ولكنه تابع لمبادلة اقتصادية نافعة ومثمرة. أي أن البديل عن القرض بفائدة هو التمويل التابع للمبادلات المشروعة.

وبالمثل فإن البديل عن المعاوضة على الضمان المحرمة شرعاً هو الضمان التابع لمبادلات مشروعة. فالمنهج واحد في الحالين، وإن كانت الصور التطبيقية تختلف بحسب الاحتياجات والظروف. وفيما يلي مناقشة لعدد من البدائل التي تسمح بالتأمين على أساس ربحي من خلال العقود الشرعية.

### تأمين الأعيان

في عقود التأجير (المنتهي بالتملك) هناك حاجة لتأمين العين المؤجرة من قبل المؤسسة المالية الإسلامية إلى المستفيد (العميل أو الزبون). يمكن تحقيق التأمين في هذه الحالة بأسلوب ربحي من خلال الخطوات التالية:

١. تقوم المؤسسة بتأجير العين للمستفيد.
٢. تباع المؤسسة العين (المؤجرة) على شركة التأمين بثمن مؤجل. بهذا تصبح العين في ضمان شركة التأمين، وليس في ضمان

المؤسسة، وبذلك تنتقل مخاطر الهلاك والتلف إلى شركة التأمين.

٣. توكل الشركة المؤسسة بتحصيل الأقساط من المستفيد، بحيث تحصل الشركة على رسوم التأمين، وتحصل المؤسسة على الباقي من قسط الأجرة.

٤. يحق لشركة التأمين فسخ العقد إذا انفسخ عقد الإجارة أو انتهى أجله. (هذا الشرط يشبه خيار الشرط في المراجعة حين يشترط المصرف مثلاً الخيار عند الشراء من التاجر إذا لم يتم بيع السلعة للمستفيد بثمن مؤجل، على القول بالوعد غير الملزم).

٥. يتم خصم قيمة كل قسط، بعد استبعاد رسوم التأمين، من الثمن المؤجل على شركة التأمين.

٦. إذا تلفت العين أثناء العقد دون تعد أو تفريط من قبل المستفيد انفسخ عقد الإجارة، وتلتزم شركة التأمين للمؤسسة بالثمن المؤجل ناقصاً الأقساط التي تم استلامها من المستأجر.

هذه الطريقة لا تزيد من حيث المبدأ من التكاليف الإجرائية العملية لأن عدد العقود هو نفسه في الطريقة التقليدية. ففي الطريقة التقليدية هناك عقدان: عقد تأجير وعقد تأمين. وهنا عقدان أيضاً: عقد بيع وعقد تأجير. كل ما هنالك أن التأمين جاء ضمن عقد شرعي، هو بيع العين، وجاء ضمن ترتيب محدد للحقوق والالتزامات.

### تأمين الائتمان

إذا كان الهدف هو تأمين المخاطر الائتمانية للمستفيد في عقد مرابحة مثلاً، يمكن أن يتم ذلك بأن تشتري شركة التأمين من المؤسسة السلعة المراد بيعها بثمن مؤجل، ثم تبيع الشركة السلعة على المستفيد النهائي بثمن مؤجل مضافاً إليه رسوم التأمين. وإذا كان العقد عقد إجارة، فإن شركة التأمين تستأجر العين ثم تعيد تأجيرها على المستفيد مع إضافة رسوم التأمين.

بهذه الطريقة تتحمل الشركة مخاطر انتمان المستفيد. لاحظ هنا أن التأمين جاء ضمن عملية بيع أو إجارة فعلية، وليس بعد إتمام العقد. فالتأمين هنا مندمج مع التبادل الحقيقي وليس معزولاً عنه.

### التأمين الوقائي

هناك أعمال تهدف إلى تقليل مخاطر معينة، مثل الحراسة التي تناولها الفقهاء بالمناقشة قديماً. فهي عمل يهدف إلى حماية الشيء المحروس. رأى بعض العلماء، مثل شيخ الإسلام ابن تيمية، مشروعية تضمين الحارس فيما لو تعرض الشيء المحروس للسرقة أو النهب<sup>١</sup>. والحكمة من ذلك أن عمل الحارس من شأنه تقليل احتمال وقوع الخطر أصلاً، فالضمان حينئذ يصبح تابعاً للعمل. وليس من مصلحة أي من الطرفين وقوع الخطر، بل من مصلحة كلا الطرفين عدم وقوعه. فإذا كان الغالب هو عدم وقوع الخطر، انتفى الغرر المحرم من هذه المعاملة.

وبناء على هذا القول يترجح جواز عقد الصيانة الشامل، الذي يتضمن الصيانة الوقائية والطارئة. وذلك أن الصيانة الوقائية، التي تشمل الصيانة الدورية للأجهزة ومتابعتها والتأكد من سلامة تشغيلها، من شأنها تقليل احتمالات وقوع التلف والعطب. فإذا وقع العطب فإن مقدم الصيانة يتحمل مخاطر الإصلاح. بينما لا يجوز أفراد الصيانة الطارئة بالمعاوضة لأن هذا من التأمين التجاري. فإذا اجتمعت الصيانة الوقائية والطارئة، كان الضمان هنا تابعاً، وتصبح الصيانة الطارئة

<sup>١</sup> الأخبار العلمية في اختيارات ابن تيمية، علاء الدين البعلبي، ت حسن الخليل، دار العاصمة، ص ١٩٥.

تابعة للوقائية لأن مقصود الطرفين هو تقليل احتمالات العطب والتلف.<sup>١</sup>

وبناء على ذلك يمكن أن يكون الضمان تابعاً لأسباب الوقاية من الخطر. على سبيل المثال يمكن أن تتولى شركة التأمين حماية مبنى من الحريق والسرقة، من خلال أجهزة الوقاية والإنذار ونحوها، ويكون ضمان التعويض لو وقعت سرقة أو حريق، تابعاً للحماية والوقاية التي يوجبها العقد. ففي هذه الحالة يصبح التأمين تابعاً لعقد معاوضة مشروعة، فيجوز اعتباره في الثمن، كما يجوز اعتبار الأجل تبعاً في الثمن. ويمكن تطوير عدد من التطبيقات لهذه الصيغة في مجالات متعددة بحسب تطور التقنية وثبوت القدرة على تقليل احتمالات الخطر فعلاً.

### ملكية مزود الخدمة

هذه الصيغة مطبقة في مجال الخدمات الصحية في الولايات المتحدة، ويطلق عليها "منظمات الإدارة الصحية" (Health Management Organizations—HMO). وتمتاز بكون شركة التأمين إما أنها تملك المركز الطبي المزود للخدمة، أو أنها تدخل في عقود مع مراكز طبية لتقديم الخدمة لعملائها. كما أنها تتطلب ضمن خدماتها ما يسمى الطب الوقائي (preventive medicine) الذي يسعى للوقاية من مسببات الأمراض والكشف المبكر بما يقلل المخاطر الصحية.

من الناحية التطبيقية تمتاز هذه الطريقة بغياب التنافر المعتاد بين المركز الطبي أو المستشفى وبين شركة التأمين، حيث يجنح المركز الطبي إلى المبالغة في الخدمات الطبية لتحصيل أكبر قدر من التعويضات من شركة التأمين. فعندما تملك شركة التأمين المركز

<sup>١</sup> انظر بحث: "عقود الصيانة وتكليفها الشرعي"، محمد أنس الزرقا وسامي السويلم، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة ١١، ١٤١٩هـ، ١٩٩٨م، ج٢، ص ١٨٣-٢١٠.

الطبي لا يوجد هذا النوع من التنازع ولذلك تميل رسوم هذا النوع من التأمين غالباً لأن تكون أقل من الرسوم المعتادة.

من الناحية الشرعية عندما يصبح مزود الخدمة هو شركة التأمين، فهذا يعني أن العقد بين المشترك وبين شركة التأمين أصبح عقداً على خدمات طبية، وليس معاوضة نقد بنقد. فالمشترك يدفع أقساطاً منتظمة للمركز الطبي مقابل خدمات ذات مواصفات محددة في نطاق معين. وفي وجود الخدمة الوقائية فإن هذا النوع من التأمين قد يكون مقبولاً بناءً على ما سبق من كون الضمان هنا يأتي تبعاً، ولو جزئياً، للوقاية الطبية.

ويمكن مع ذلك تطوير هذه الصيغة لتقليل احتمالات الغرر. فالمشترك يتعاقد مع المزود، ولكنه إذا لم يعرض له ما يقتضي العلاج الطبي فإنه يحصل على أسهم في مزود الخدمة، أو صكوك مشاركة فيه. ويتم تقييم هذه الصكوك بما يعوض المشترك عن مقدار الفائت من قسط الاشتراك.

## ٦ خاتمة

يمتاز التمويل الإسلامي بفلسفة ورؤية واضحة ومحددة، سواء في جانب التمويل أو في جانب المخاطر. هذه الرؤية هي التوازن بين النشاط الربحي وغير الربحي من جهة، والتكامل بين النشاط المالي والاقتصادي في المجال الربحي، من جهة أخرى.

في ظل هذه الرؤية، تتنوع صيغ وأدوات التمويل وإدارة المخاطر بقدر تنوع النشاط الاقتصادي وتعدد مجالاته. لا يوجد في التمويل الإسلامي منتج وحيد لا يمكن الاستغناء عنه كما هو الحال في التمويل التقليدي. ففي التمويل التقليدي نجد القرض بفائدة والمعاوضة على الخطر (التأمين التجاري) هما عماد النشاط المالي، ولا يُتصور القطاع المالي بدون هذه المنتجات. هذا ليس صحيحاً في مجال التمويل

الإسلامي. ولهذا ينبغي للصناعة المالية الإسلامية أن تجعل من أهدافها تنوع الخدمات والمنتجات بحسب الاحتياجات الفعلية لفئات المجتمع المختلفة.

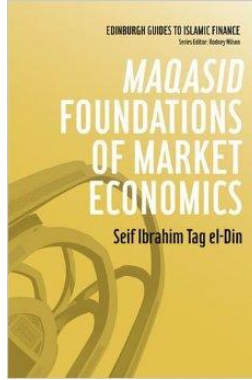
ويتضح من البدائل والصيغ المطروحة في الورقة أنه من الصعب الفصل التام بين "التأمين" وبين إدارة المخاطر بالمعنى العام. هذا الفصل بين الأمرين في التمويل التقليدي سببه محاولة إبعاد صناعة التأمين عن الرهان والقمار الذي يغلب على الأسواق المالية. لكن في التمويل الإسلامي لا وجود للقمار سواء مجال مخاطر الأعيان أو مخاطر الائتمان أو مخاطر الاستثمار. فالرؤية والمنهجية واحدة في الكل. ومتى سلمت هذه المنهجية من القمار، لم كن هناك ما يمنع من تطبيقها للتحوط من أي نوع من أنواع المخاطر. أي أن التمويل الإسلامي يسمح بالابتكار والإبداع بصورة أفضل من التمويل التقليدي، وهذا هو ما تحتاجه الصناعة المالية الإسلامية.

والحمد لله رب العالمين

## عرض وتحليل كتاب

## عرض كتاب

الأسس المقاصدية لاقتصاد السوق\*  
تأليف أ. د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين  
عرض د. عبد الرزاق بلعباس\*



نشر الكتاب بالانجليزية مطابع جامعة ادنبرة في بريطانيا بتاريخ ٣٠ أبريل ٢٠١٣م ضمن سلسلة مراجع أساسية في التمويل الإسلامي التي يشرف على تحريرها الأستاذ رودني ويلسون، وتسعى إلى عرض وجهات نظر أكاديمية مستقلة وطروحات ناقدة. مؤلف الكتاب هو سيف إبراهيم تاج الدين الحاصل على دكتوراه في الاقتصاد من بريطانيا في عام ١٩٨٠م. عمل استاذاً في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة الخرطوم ومستشاراً لبنك التضامن بالسودان، ثم عمل باحثاً في مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، فخبيراً اقتصادياً في وزارة التخطيط بالمملكة العربية السعودية، قبل أن ينتقل للعمل أستاذاً في

---

\* Seif IbrahimTag el-Din. *Maqasid Foundations of Market Economics*, Edinburgh Guides to Islamic Finance Series, Edinburgh: Edinburgh University Press, April 30, 2013.

الترجمة الحرفية للعنوان هي "أسس مقاصد الشريعة الإسلامية لعلم اقتصاد السوق".

\* باحث بمعهد الاقتصاد الإسلامي في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، وعضو كرسي "أخلاقيات وضوابط التمويل" بجامعة السوربون بالتعاون مع جامعة الملك عبد العزيز، وعضو فريق البحث في التمويل الإسلامي بجامعة ستراشبورغ.



معهد ماركفيلد للدراسات العليا ببريطانيا التابع للمؤسسة الإسلامية (Islamic Foundation) ثم مديراً له، ويعمل حالياً أستاذاً للاقتصاد في قسم الاقتصاد بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية وعضو الهيئة العلمية لكرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية. ويُعدُّ من الباحثين المميزين في الاقتصاد الإسلامي من الجيل الثاني الذين يمتلكون خلفية فنية رصينة في مجال الاقتصاد الجزئي، إضافة إلى إمام جيد بالقضايا الشرعية. تم دعم تأليف ونشر الكتاب من قبل كرسي سابق السالف الذكر. ويأتي الكتاب ليسد فراغاً في مكتبة الناطقين بالإنجليزية بشأن البُعد المقاصدي، وهو من المواضيع التي دخلت في برامج التمويل الإسلامي التي تطرحها مؤسسات التعليم العالي الغربية<sup>١</sup>، ويتم استحضاره أحياناً للتوفيق بين الصناعة المصرفية الإسلامية والمعايير الشرعية<sup>٢</sup>، أو ربطه بالجواهر والسمات الحقيقية في مقابل التسمية والشكل<sup>٣</sup>.

وقد كان لي شرف المشاركة في الورشة الإعدادية لندوة "مستقبل الاقتصاد الإسلامي"<sup>٤</sup> والتي قدم من خلالها الأستاذ سيف نبذة مختصرة عن كتابه مؤكداً أن الاقتصاد الإسلامي برز بدوافع مثالية وإيديولوجية، مما دفع بعض المنتسبين إليه إلى استبعاد الفروض الأساسية التي تحكم السوق والتي استقر عليها الاقتصاد التقليدي، وهو ما أدى بهم إلى إهمال المقاربة التي تنطلق من الواقع كما هو، ثم تعمل

<sup>1</sup> Ahmed Belouafi, Abderrazak Belabes, Cristina Trullols. *Islamic Finance in Western Higher Education: Developments and Prospects*, London: Palgrave Macmillan, 2012, p. 170.

<sup>2</sup> Valentino Cattelan. *Islamic Finance in Europe: Towards a Plural Financial System*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013, p. 9.

<sup>3</sup> Ahcène Lahsasna and M. Kabir Hassan. The Shariah Process in Product Development and a Proposal in ICM, in. *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*, edited by Kabir Hassan and Michael Mahlkecht, London: John Wiley and Sons, 2011, p. 33.

<sup>٤</sup> نظم هذه الورشة معهد الاقتصاد الإسلامي في ٧ رمضان ١٤٣٣هـ في فندق الهيلتون بجدة على هامش ندوة البركة لاعداد ورشة العمل "مستقبل الاقتصاد الإسلامي" بجامعة الملك عبد العزيز في ٢٧-٢٨ ذو الحجة ١٤٣٣هـ.

على تصحيحه تدريجياً في ضوء مقاصد الشريعة. وهذا ما يفسر في تقديره عجز الوسط البحثي في الاقتصاد الإسلامي في مواكبة التطورات التي تشهدها الصناعة المالية الإسلامية.

ويستند المؤلف إلى المقاربة المقاصدية الإسلامية لإبراز كيفية تأثير مبادئ السوق على المؤسسات التي تعمل وفق أحكام الشريعة، مبيناً مواطن الانتقاء والافتراق بين الاقتصاد الإسلامي والفكر الاقتصادي التقليدي من خلال تحريم الربا، والغرر، والغبن الفاحش، والاحتكار.

وقد تبلورت مادة الكتاب للمؤلف، ثم تطورت تدريجياً بناء على تدريسه لمقرر في الاقتصاد الإسلامي ضمن ماجستير المصرفية والتمويل والإدارة الإسلامية الذي يعرضه معهد ماركفيلد للدراسات العليا والمعتمد حالياً من قبل جامعة بورسمورت (University of Portsmouth) وجامعة لفيربرا (Loughborough University) وجامعة جلوسترشاير (University of Gloucestershire) من الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠١م و٢٠١٠م.

ويحوي الكتاب كلمة شكر، وقائمة للرسوم، ومقدمة، وثلاثة أبواب، وقائمة للمصطلحات العربية<sup>١</sup> (glossary)، والمراجع، وفهرس (index). وفيما يلي محتوى فصول الأبواب الثلاثة:

<sup>١</sup> قائمة للمصطلحات العربية (glossary) الموجودة في آخر الكتاب: الأحكام، الغنم بالغرم، الخراج بالضمان، الأمانة، الأصل، البيع، البيع الفضولي، الضمان، الفقه، الغبن، الغرر، الحديث، الأحناف، الحنابلة، المالكية، الشافعية، الحسبة، الاحتكار، الإجارة، الاجتهاد، العلة، الأرفاق، الاستصناع، الجهالة، الجاهلية، الكفالة، الخيار، المقاصد، المصلحة، المثليات، المعاملات، المواعيد، المضاربة، المغابنة، المشاحة، المشاركة، القرض، القرض الحسن، القيميات، القسة، القرآن، الربا، ربا الفضل، ربا النساء، ربا النسيفة، السلم، الصرف، الشريعة، الشرك، الصيغة، السنة، التوحيد، الزكاة.

**الباب الأول:** منهجية علم الاقتصاد من المنظور المقاصدي<sup>١</sup> (ص ٩-٨٣)، ويتضمن ثلاثة فصول على النحو التالي:  
**الفصل الأول:** "المقاصد الاقتصادية"<sup>٢</sup> (ص ١١-٣٢)، ويتمثل في كيفية تناول مقاصد الشريعة الإسلامية لأولويات تخصيص الموارد الاقتصادية النادرة لتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية بناء على الترتيب الثلاثي لأولويات بين الضروري، والحاجي، والتحسيني أو التكميلي.

**الفصل الثاني:** "التبادل الاقتصادي ونظرية المنفعة"<sup>٣</sup> (ص ٣٣-٦١)، ويتناول مسلمة آدم سميث المتعلقة بالمصلحة الذاتية (self-interest) باعتبارها في نظر المؤلف القوة الدافعة للتبادل الاقتصادي. ويتمحور حول سؤالين رئيسيين: لماذا الاعتراف بهذه المسلمة في علم الاقتصاد؟ وكيف يمكن القيام بذلك؟ وتُعرض نظرية المنفعة (utility theory) كأساس للمقاربة المقاصدية والعمود الفقري لعلم الاقتصاد استناداً إلى بعض الكتابات الرائدة لفقهاء الإسلام.

**الفصل الثالث:** "الاقتصاد اللاسوقي وسياسة العدالة العامة المقاصدية"<sup>٤</sup> (ص ٦٣-٨٣)، ويتناول الجانب الخُقي (ethical) للاقتصاد الإسلامي في نطاق الخدمات العامة، فيتم التطرق للإستراتيجية العادلة في القضاء على الربا بإبراز دور السياسة العامة في تأدية وظائف النقود المختلفة، بالإضافة إلى واجب الجهات العامة في إقامة نظام اقتصادي عادل.

<sup>1</sup> Methodology of economics from the *maqasid* perspective.

<sup>2</sup> Economics of *maqasid*.

<sup>3</sup> Economics exchange and utility theory.

<sup>4</sup> Non-market economics and *maqasid* equitable public policy.

## الباب الثاني: "التبادل الاقتصادي المشروع والتنظيم الانتاجي"<sup>١</sup>

(ص ٨٥-١٦٥)، ويشمل ثلاثة فصول على النحو التالي:

الفصل الرابع: "البيع مقابل الربا"<sup>٢</sup> (ص ٨٧-١١١)، لرسم خط فاصل بين التجارة والربا من الناحية التحليلية إنطلاقاً من الآية الكريمة: "وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا" [البقرة: ٢٧٥]. فالبرغم من تفضيل نظام الوساطة المالية القائم على المشاركة، فإن المؤلف لا ينفي أهمية صيغ التمويل الإسلامية القائمة على المداينات التي تربط الأصول بالاقتصاد الحقيقي.

## الفصل الخامس: "مبادئ التبادل الاقتصادي وطبيعة النقود"<sup>٣</sup>

(ص ١١٣-١٣٧)، ويتناول هدفين رئيسيين أساسيين: استنباط المبادئ الكامنة للتبادل الاقتصادي من فقه البيوع، وتحديد الدور المهم للنقود في التبادل الاقتصادي. وتظهر خاصية الربط لعقد البيع كأداة وظيفية لتعزيز الترابط الاقتصادي بين الدول بغض النظر عن شكلها المادي.

الفصل السادس: "التنظيم الاقتصادي وعوامل الإنتاجية"<sup>٤</sup> (ص ١٣٩-١٦٥)، ويعرض تبايناً بين المقاربة المقاصدية الإسلامية، والأساليب التقليدية حول كيفية تصنيف وتنظيم عناصر الإنتاج (رأس المال والعمل والأرض) من الناحية الاقتصادية. ويتم مقارنة الآثار المنطقية لنظرية الضمان الفقهية مع نظرية الإنتاجية الحديثة التقليدية فيما يتعلق بإنتاجية رأس المال والعائد على المخاطر.

<sup>1</sup> Legitimate economic exchange and productive organization.

<sup>2</sup> Trade versus usury.

<sup>3</sup> Principles of economic exchange and nature of money.

<sup>4</sup> Economic organization and factor productivity.

**الباب الثالث: " السوق غير المكتملة" <sup>١</sup> (ص ١٦٧-٢١٤)، ويتضمن فصلين على النحو التالي:**

**الفصل السابع: "مصادر عدم كمال السوق ومعالجتها" <sup>٢</sup> (ص ١٦٩-١٩٠)،** ويُمدّد النطاق التقليدي لعدم كمال السوق ليشمل القمار، والغرر، والغبن الفاحش، بالإضافة إلى الاحتكار.

**الفصل الثامن: "الدروس المستفادة من تأثير ربا البيع على عجز السوق" <sup>٣</sup> (ص ١٩١-٢١٤)،** وهو عبارة عن تمرين يتم من خلاله تقييم ثلاثة نظريات بشأن الحكمة الاقتصادية لربا البيوع.

والكتاب في مجمله محاولة جيدة لمخاطبة طلبة الدراسات العليا في مؤسسات التعليم العالي الغربية عبر المقاربة المقاصدية دون إنكار العلاقة الوثيقة التي تربط حُكم الشريعة الإسلامية بالنصوص الجزئية. ومن أهم ما يتميز به الكتاب:

(١) وضوح الأسلوب في تحرير مادة الكتاب وتبسيط الأفكار بما يتناسب مع مستوى الطالب في درجة الماجستير، لاسيما أن برامج التمويل الإسلامي تستقطب في الغالب طلبة من تخصصات مختلفة (اقتصاد، تمويل، إدارة أعمال، قانون، دراسات إسلامية<sup>٤</sup>).

<sup>1</sup> Market imperfection.

<sup>2</sup> Source and treatment of market imperfection.

<sup>3</sup> Lessons from sales usury on market imperfection.

<sup>٤</sup> في العام الدراسي ٢٠١٣-٢٠١٤م فتحت كلية القانون بجامعة ستراسبورغ بفرنسا ماجستيرًا جديدًا في "الدراسات

الإسلامية والقانون والإدارة - تخصص التمويل الإسلامي" ( Master Islamologie, droit et gestion - Finance )

(islamique)، ويمكن الإطلاع على محتوى البرنامج عبر الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.unistra.fr/formations/diplome/fr-rne-0673021v-pr-da8e5-231>

- (٢) الحرص على استخدام الكلمات والمصطلحات العربية والإسلامية الرئيسية وكتابتها بالأحرف اللاتينية، وهو ما يسهل ترجمة الكتاب إلى اللغة العربية إذا تقرر ذلك.
- (٣) التطرق إلى الموضوع بإضفاء لمسة شخصية بمنأى عن ما هو متداول في أدبيات الاقتصاد والتمويل الإسلامي.
- (٤) التأكيد على أن النظرة الإسلامية للكون تقوم على أساس التوحيد.
- (٥) توظيف البُعد المقاصدي بقدر الحاجة.
- (٦) استخدام الرسوم بطريقة فنية جيدة لتسهيل الفهم وترسيخ المعلومات في الذهن.
- (٧) تسهيل استيعاب الطلبة للحصيلة التعليمية من خلال أهداف تعليمية محددة لكل باب من الأبواب الثلاثة للكتاب، واشتمال كل فصل على ملخصات موجزة، وأسئلة للمراجعة في نهاية كل فصل.
- (٨) الرجوع إلى المصادر الأصلية كلما تيسر ذلك وتوثيق المصادر والمراجع وفق العرف الأكاديمي، والحرص على الإشارة إلى التاريخ الأصلي لطبع الكتاب داخل معكوفتين.
- (٩) مواكبة أدبيات المنهجية الاقتصادية إلى أبعد مما كتبه مارك بلوغ (Mark Blaug). وأخص بالذكر هنا كتاب شيلا دو (Sheila Dow) أستاذة الاقتصاد بجامعة ستيرلنج الأسكتلندية<sup>١</sup>. وقد صدر لها مؤخرًا كتابًا بعنوان "أسس لتفكير اقتصادي جديد"<sup>٢</sup>.

<sup>1</sup> Sheila Dow. *Economic Methodology: An Inquiry*, Oxford: Oxford University Press, 2002

<sup>2</sup> Sheila Dow. *Foundations for New Economic Thinking: A Collection of Essays*, London: Palgrave Macmillan, 2012.

## ملاحظات أساسية:

١. إضافة إلى تعريف المؤلف في مواطن عديدة من كتاب لكلمة المقاصد (maqasid) من الناحية اللغوية باستخدام كلمة "objectives"، من الضروري توضيح المعنى الاصطلاحي. وقد أشار أن الغرض من توظيف البعد المقاصدي هو الكشف عن الأساس المنطقي للشريعة، وبالتالي استخراج معايير قابلة للتطبيق لضمان الاتساق المنطقي والأخلاقي للفقه الإسلامي (ص ٤). وربط كلمة المنطق بالشريعة الإسلامية مسلك يحتاج إلى إعادة نظر. فالشريعة الإسلامية وحي منزل من رب العالمين في القرآن الكريم، وفي سنة النبي الكريم صلى الله عليه وسلم الذي لا ينطق عن الهوى. أما المنطق فهو قابل للطرح والمناقشة، وقد يصيب من جهة ويخطئ من جهة أخرى. والأولى أن يقال المعاني (meanings) والحكم (wisdoms)، وعليه يمكن تعريف المقاصد بأنها المعاني والحكم التي راعاها الشارع في التشريع من أجل تحقيق مصالح العباد.
٢. إضافة إلى إشارة المؤلف أن النظرة الإسلامية للكون تقوم على أساس التوحيد (ص ٢١)، حبذا لو أضاف كلمة التوحيد في قائمة المصطلحات العربية (glossary) بالتأكيد على أن معناها هو لا معبود بحق إلا الله (there is none worthy of being worshipped) (except Allah).
٣. إن فكرة أن الغزالي وابن تيمية وابن القيم وابن عبد السلام قد وضعوا تخصص تحت إسم "مقاصد الشريعة" (ص ٤) تحتاج إلى مراجعة، لأن هؤلاء لم يسعوا إلى تجاوز علمي الفقه والأصول. والمقاصد عند فقهاء السلف لا تتعدى أن تكون مسلماً

- من مسالك الترجيح في المسائل الاجتهادية التي لم يرد فيها نص صريح من القرآن الكريم أو السنة الصحيحة.
٤. إن الفروض الأساسية أو المسلمات كما يسميها المؤلف (ص ٣) الشائعة في النظرية النيوكلاسيكية لا تشكل بالضرورة القوة المحركة للفعل البشري<sup>١</sup>.
٥. إن ترجمة بعض المفاهيم العربية والإسلامية وفق المصطلحات السائدة في الفكر الاقتصادي النيوكلاسيكي مسلك يحتاج إلى إعادة نظر، فببعضها مثلًا ترجمة "المغابنة" بـ "self interest" (ص ٤١)، والمصلحة بـ "utility" (ص ٥١)، والرشد بـ "rationality" (ص ١١٩). ومن أمعن النظر في مصطلحات الكتاب والسنة يجدها أكثر دقة وسلامة وصحة إichاء من المصطلحات الاقتصادية الشائعة في الفكر النيولاسيكي<sup>٢</sup>. والأولى ترجمة مصطلح "self interest" بالمصلحة الخاصة، و"utility" بالمنفعة، و"rationality" بالمعقولة.
٦. يرى المؤلف أن الأدبيات الفقهية أشارت إلى "مسلمة المصلحة الشخصية" (self-interest postulate) عبر مصطلح "المغابنة" (ص ٤١). ولو استشهد ببعض أقوال فقهاء السلف التي تناولت المصلحة الخاصة وربطتها بالمصلحة العامة لكان أبلغ. قال السبكي: "اعلم أن كل من وصل إليك على يديه خير من المخلوقين فهو في قبضة رب العالمين. فاشكره وحده لا تشرك به أحداً. واعلم أن المخلوق مضطر. سلط الله عليه الإرادة. وألقى في قلبه أن يعطيك فلم يجد بعد ذلك سبيلاً إلى دفعك. ولا يعطيك إلا لغرض نفسه. لا لغرضك. ولو لم يكن له غرض في

١ محمد عمر شابرا. مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي، ترجمة رفيع المصري، دمشق - هرنودون : دار الفكر - المعهد العالمي للفكر الإسلامي ٢٠٠٥م، ص ٧٦.

٢ شوقي دنيا. نظرات اقتصادية في القرآن الكريم، جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ٢٠٠٨م، ص ٥١.



الإعطاء لما أعطاك ولو لم يعتقد أن له نفعاً لما نفعك. فهو إذاً إنما يطلب نفع نفسه بنفسك. ويتخذك وسيلة إلى نعمة أخرى يرجوها لنفسه. وما أنعم عليك إلا الذي سخره لك. وألقى في قلبه ما حمله على الإحسان إليك"<sup>١</sup>. وقال الشاطبي: "فصار يسعى في نفع نفسه واستقامة حاله بنفع غيره، فحصل الانتفاع للمجموع بالمجموع وإن كان كل أحد إنما يسعى في نفع نفسه"<sup>٢</sup>.  
 ٧. لا يمكن التعويل على مفهوم الرفاه كمقصد للنشاط الاقتصادي بعد أن تبين أنه يحمل أكثر من معنى (polysemous). فلا بد من نظم وتشريعات تحدد الحقوق بشكل واضح وصريح، لا يدع مجالاً للتلاعب والفساد. قال النبي صلى الله عليه وسلم: "إِنَّ اللَّهَ عَزَّ وَجَلَّ قَالَ: إِنَّا أَنْزَلْنَا الْمَالَ لِإِقَامِ الصَّلَاةِ وَإِيتَاءِ الزَّكَاةِ"<sup>٣</sup>. وقال ابن قيم الجوزية في معرض شرحه للحديث: "فأخبر سبحانه أنه أنزل المال ليستعان به على إقامة حقه بالصلاة وإقامة حق عباده بالزكاة"<sup>٤</sup>. وهذا يتوافق مع مقاربة المؤلف - حفظه الله- التي ترى أن النظرة الإسلامية للكون تقوم أساساً على إخلاص العبادة لله.

<sup>١</sup> السبكي، تاج الدين. معيد النعم ومبيد النقم، مخطوط جامعة الملك سعود، ص ٥، المتوفر على الرابط الإلكتروني التالي: <http://makhtota.ksu.edu.sa/makhtota/5234/5#.UIJ-29IbBqA>؛ وهو مذكور في "شرح البخاري للسفيري المجالس الوعظية في شرح أحاديث خير البرية"، نقلاً عن "المكتبة الشاملة" على الرابط الإلكتروني التالي: <http://shamela.ws/browse.php/book-9823/page-454>

<sup>٢</sup> الشاطبي، إبراهيم. الموافقات، تقدم بكر أبو زيد وضبط نصه وقدم له وعلق عليه وخرج أحاديثه مشهور حسن آل سلمان، الرياض - القاهرة: دار ابن القيم - دار ابن عفا، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٩م، ج ٢، ص ٣٠٠.  
<sup>٣</sup> أخرجه أحمد في "المسند" (رقم ٢١٩٥٦) والطبراني في "المعجم الكبير" (رقم ٣٣٠٠ و ٣٣٠١)، وصححه الألباني في "سلسلة الأحاديث الصحيحة" (رقم ١٦٣٩).

<sup>٤</sup> ابن قيم الجوزية، محمد. عدة الصابرين وذخيرة الشاكرين، مكة المكرمة: دار عالم الفوائد، ٢٠٠٩م، ص ٣١٤.

٨. أظهرت بعض الدراسات الحديثة أن الندرة، التي جعلها الفكر النيوكلاسيكي من أهم الفروض الأساسية لعلم الاقتصاد، هي بناء اجتماعي<sup>١</sup> للمجتمعات الاستهلاكية التي باتت شغلها الشاغل تراكم السلع بناء على سلوك نفعي بحت. وعندما يتم إدراج فرضية المنافسة القائمة على المحاكاة (mimetic competition)، يتجسد مبدأ الندرة في المقام الأول في الرغبة من أجل السلطة والهيمنة على الفاعلين في ظل إثارة المجتمع باستمرار لرغبات جديدة حيال سلع جديدة<sup>٢</sup>. فحري بالباحثين في الاقتصاد الإسلامي أن يأخذوا بعين الاعتبار هذه التطورات أو مناقشتها على الأقل إذا أصرروا على عدّ الندرة النسبية من الفروض الأساسية لعلم الاقتصاد.

٩. إن مصطلح التنافسية (competitiveness) (ص ٤٥-٥٠) ظهر في الأدبيات الاقتصادية من جراء تطور البحث في مجال الاقتصاد الصناعي (industrial organization) إستناداً إلى نموذج "البنية والسلوك والأداء" (Structure-Conduct-Performance)، فهو لا ينتمي إلى علبة أدوات الاقتصاد الجزئي باعتبار افتراضه لوجود فاعل (active agent) يتسجد في الجهة التي تدير الشركات، وتقوم باختيارات، وتضع استراتيجيات، وتسعى للتحكم في المتغيرات التي تبدو لها حاسمة. أما في النموذج النيوكلاسيكي، فيقتصر دور الشركات على التكيف مع البيئة التي تعمل فيها والتي لا تعرف بشأنها إلا أسعار السلع وعوامل الإنتاج التي يقدمها السوق. بالإضافة إلى ضبط دلالات الكلمة

<sup>1</sup> Federico Aguilera-Klink, Eduardo Pérez-Moriana, Juan Sánchez-García. The social construction of scarcity. The case of water in Tenerife (Canary Islands), *Ecological Economics*, Volume 34, Issue 2, August 2000, pp. 233-245; Bruno Vintelou. *Au-delà de la rareté: La Croissance économique comme construction sociale*, Paris: Albin Michel, 2001.

<sup>2</sup> André Orléan. *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*, Paris: Seuil, 2011.

في إطار النظرية الأصلية، ينبغي التدقيق في تاريخ ظهورها حتى لا يتم استخدامها في غير الزمن التي ظهرت فيه (anachronism). وبما أن مصطلح التنافسية ظهر في الأدبيات الإنجليزية بعد الحرب العالمية الثانية، فإن المنهجية العلمية تقضي بعدم استخدامه في فترات تاريخية سابقة. أما في الأدبيات العربية، فأول من استخدمه -حسب ما توفر لدي من معلومات حتى الآن- هو الورداني في "الرحلة الأندلسية"، وهي سلسلة من المقالات الصحفية نشرت بين عامي ١٨٨٨م و ١٨٩٠م<sup>١</sup>.

١٠. ينبغي توحيد ترجمة مصطلح "القرض الحسن"، فتارة يترجم "zero interest benevolent lending" (ص ٧٩)، وتارة "interest free lending" (ص ٨٥)، وتارة "interest free loan given mostly on charitable grounds" (ص ٢١٩). ولعل من الضروري الإشارة من جهة أن بطلان معدل الفائدة أو تعطيله في ظروف معينة لا يعني إلغاءه، ومن جهة أخرى أن القرض الحسن يتعلق في المقام الأول بالقرروض الاستهلاكية الضرورية، أما تمويل الإنتاج والخدمات فلا يتم في غالب الأحيان بالقرض الحسن، بل بنسبة أرباح عبر صيغ التمويل الإسلامية القائمة على المشاركات.

١١. ينبغي تخريج الأحاديث من حيث الصحة والضعف لتدريب الطلاب على هذا المسلك العلمي حتى لا ينسب إلى السنة ما ليس منها (ص ٢٧؛ ص ٥٩ هامش ٧؛ ص ١١٠ هامش ١؛ ص ١٣٦ هامش ٣؛ ص ١٦٤ هامش ٦). وقد أبرز المؤلف مرات عديدة صحة أحاديث الصحيحين، وهو مشكور على ذلك.

<sup>١</sup> الورداني، علي. الرحلة الأندلسية، الجزائر- تونس: المؤسسة الوطنية للكتاب - الدار التونسية للنشر، ١٩٨٤م، ص ٦٦-

## ملاحظات فرعية:

١. ينبغي إدراج العبارة المختصرة "pbuh" (Peace be upon him) (ص ٤٩؛ ص ١٦٩)، أي "عليه السلام"، في قائمة الكلمات التي تحتاج إلى بيان (glossary).
٢. لعل من الأنسب ترجمة أصول الفقه بـ "methodology of jurisprudence" بدلاً من "sources of jurisprudence" (ص ٢٢).
٣. إن كتاب فيبر "أخلاقيات البروتستانتية وروح الرأسمالية" هو عبارة عن مقالتين نشرت الأولى منهما في عام ١٩٠٤م، والثانية في عام ١٩٠٥م في المجلة الألمانية "أرشيف للعلوم الاجتماعية والسياسة الاجتماعية" (Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik)؛ وعليه ينبغي ذكر المرجع (ص ٢٣٥) على النحو التالي: (Weber (1930 [1904-1905] بدلاً من Weber (1930 [1905]).
٤. ينبغي كتابة عنوان كتاب الغزالي "Ihya' Ulum al-Din" بدلاً من "Ihya Ussol al-Din" (ص ٦٠، هامش ١٠).
٥. لعل من الأنسب ترجمة "الغبين الفاحش" بـ "excessive ghaban" بدلاً من "serious ghaban" (ص ٤١).
٦. لعل من الأنسب ترجمة المصلحة بـ "benefit" بدلاً من "utility" والمفسدة بـ "harm" بدلاً من "disutility" (ص ٥٢). والملاحظ أن المؤلف يترجم أحياناً كلمة "utility" على النحو التالي: "maslaha or manafa'a" (ص ٥١). وقد يُعبّر عن المصلحة من الناحية اللغوية بالمنفعة. لكن هذا المعنى لا ينطبق من الناحية الاصطلاحية على مفهوم "المنفعة" الشائع في الأدبيات الاقتصادية.

٧. يُكتب إسم الشيخ أبو زهرة أحياناً "Abu Zahra" وأحياناً أخرى "Abu Zahara" (ص ١٩١؛ ص ١٩٧)؛ والصحيح الكتابة الأولى كما فعل المؤلف في عدّة مواضع.

٨. ينبغي تصحيح كتابة الكلمات التالية: "Ibn Rushd" بدلاً من "Ibn Ruhsd" (ص ٥٧)؛ "al-Ghazali's" بدلاً من "al-Ghazli's" (ص ٥٨، هامش ٦)؛ "kitab" بدلاً من "kiab" (ص ١٣٧)؛ "al-nasaa'" بدلاً من "nasaa'" (ص ١٨٩؛ ص ٢٢١) عند ذكر كتاب "الاحتكار" وآثاره في الفقه الإسلامي "لقحطان الدوري"؛ "Beirut" بدلاً من "Beruit" (ص ٢٢٧) عند ذكر كتاب "إعلام الموقعين" لابن القيم.

٩. من الضروري توحيد طريقة ذكر الأسماء في قائمة المراجع (ص ٢٢١-٢٣٢)، فأحياناً يتم ذكر اللقب مع الإسم كاملاً (مثلاً: (Abu Zahra, Muhammad)، وأحياناً أخرى يتم ذكر اللقب واختصار الإسم في الكلمة الأولى (مثلاً: Ahmed, K.). ومن المفترض أن يتم تدارك هذه المسألة من قبل المراجع للكتاب الذي تلجأ إليه دور النشر عادة قبل طبع الكتب.

وفي الختام لا بد من التنويه أن هذه الملاحظات لا تقلل البتة من شأن الكتاب الذي يُشكل إضافة نوعية لمكتبة الاقتصاد والتمويل الإسلامي للناطقين بالإنجليزية ويسد فراغاً كبيراً بعد أن دخل في فن المقاصد من ليس أهلاً له.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- ابن قيم الجوزية، محمد. ٢٠٠٩م. عدة الصابرين وذخيرة الشاكرين، مكة المكرمة: دار عالم الفوائد.
- الألباني، محمد ناصر الدين. ١٩٩٥م. سلسلة الأحاديث الصحيحة وشيء من فقهها وفوائدها، الرياض: مكتبة المعارف للنشر والتوزيع، المجلد الرابع.
- دنيا، شوقي. ٢٠٠٨م. نظرات اقتصادية في القرآن الكريم، جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
- السبكي، تاج الدين. معيد النعم ومبيد النقم، مخطوط جامعة الملك سعود، المتوفر على الرابط الإلكتروني التالي: <http://makhtota.ksu.edu.sa/makhtota/5234/5#.UIJ-29IbBqA>
- شابرا، محمد عمر. ٢٠٠٥م. مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي، ترجمة رفيق المصري، دمشق - هرندون : دار الفكر - المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
- الشاطبي، إبراهيم. ٢٠٠٩م. الموافقات، تقديم بكر أبو زيد وضبط نصه وقدم له وعلق عليه وخرج أحاديثه مشهور حسن آل سلمان، الرياض - القاهرة: دار ابن القيم - دار ابن عфан، الطبعة الثالثة.
- الورداني، علي. ١٩٨٤م. الرحلة الأندلسية، الجزائر- تونس: المؤسسة الوطنية للكتاب - الدار التونسية للنشر.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Aguilera-Klink, Federico, Pérez-Moriana, Eduardo and Sánchez-García, Juan. 2000. The social construction of scarcity. The case of water in Tenerife (Canary Islands), *Ecological Economics*, Volume 34, Issue 2, August, pp. 233-245.

- Belouafi, Ahmed, Belabes, Abderrazak and Trullols, Cristina. 2012. *Islamic Finance in Western Higher Education: Developments and Prospects*, London: Palgrave Macmillan.
- Cattelan, Valentino. 2013. *Islamic Finance in Europe: Towards a Plural Financial System*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Dow, Sheila. 2012. *Foundations for New Economic Thinking: A Collection of Essays*, London: Palgrave Macmillan.
- Lahsasna, Ahcene and Hassan, M. Kabir. 2011. The Shariah Process in Product Development and Approval in ICM. in *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*, edited by M. Kabir Hassan and Michael Mahlkecht. London: John Wiley and Sons.
- Orléan, André. 2011. *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*, Paris: Seuil.
- Vintelou, Bruno. 2001. *Au-delà de la rareté: la Croissance économique comme construction sociale*, Paris: Albin Michel.

# تقارير وأنشطة



## برنامج المعهد الإسلامي للتعليم الإلكتروني مبادرة جديدة لنشر المصرفية الإسلامية

يعمل المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب على دعم التعليم من خلال استحداث أدوات مبتكرة تساعد في عملية التعليم في مجال الاقتصاد الإسلامي والمصرفية الإسلامية، ويستخدم في ذلك الكثير من الابتكارات الحديثة في مجال تكنولوجيا التعليم والاتصال خصوصاً ما يتصل باستخدام النظم الإلكترونية في تطوير مقررات دراسية في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلاميين حتى يكون المعهد جاهزاً للاستفادة منها في طرح برامج مشتركة مع الجامعات في الدول الأعضاء في مجموعة البنك أو الجامعات الأخرى في المجتمعات المسلمة، أو بقية جامعات العالم.

ويهدف المشروع الذي نعرضه في هذا الباب إلى المساهمة في نشر المعرفة وزيادة عدد المتخصصين في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلامي والمصرفية الإسلامية، بالإضافة إلى إعداد مقررات ومناهج دراسية لدعم المؤسسات التعليمية في الدول الأعضاء وزيادة الإنتاج البحثي في المجالات المذكورة أعلاه.

تم تطوير المرحلة الأولى من هذا المشروع بالتعاون ما بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب وجامعة الإنسانية بماليزيا، كما تم اعتماد المنهج والمقررات للمرحلة الأولى كبرنامج للماجستير في التمويل الإسلامي والمصرفية الإسلامية من جانب هيئة الاعتماد بماليزيا.

والبرنامج الحالي أعد باللغة الإنجليزية، ويتكون من: مقررات دراسية بواقع ثلاثة ساعات لكل مقرر دراسي بالإضافة لرسالة

ماجستير بحجم ١٨ ساعة دراسية معتمدة. والمقررات التي تم تطويرها للبرنامج حتى الآن هي:

- النظام المالي الإسلامي.
- مقاصد الشريعة.
- مبادئ وتطبيقات المصرفية الإسلامية.
- أسواق رأس المال والأسواق المالية الإسلامية.
- فقه التمويل والمصرفية الإسلامية.
- إدارة أموال الزكاة والأوقاف والصدقات.
- أصول وتطبيقات التأمين الإسلامي.
- منهجية البحث العلمي.

وقد تم تطوير هذه المقررات الدراسية بهدف تقديم الدعم الكامل للتعليم الإلكتروني والأنواع المختلفة من التعليم المدمج.

ويقوم المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بطرح المقررات والبرنامج من خلال نظام التعليم الإلكتروني (Moodle) (مودال) من خلال الرابط التالي <http://208.96.48.68/> ويمكن الوصول للمقررات والبرنامج من خلال الهواتف الذكية والكمبيوتر اللوحي.

ومن الفوائد العديدة لهذا البرنامج وضع منهجية لتطوير المقررات الدراسية بحيث تصبح جاهزة للتدريس في الفصل أو من خلال عملية التعليم الإلكتروني وفي إعداد برامج المعهد التدريسية. وقد أعدت هذه المقررات بحيث تقلل الاعتماد على المحاضرين وذلك لندرتهم على مستوى الدول الأعضاء.

ويتم إعداد المقررات الدراسية كوحدات تعليمية مستقلة بحيث يسهل إعادة ترتيب المادة، كما أعدت بحيث يسهل تحديثها وترجمتها إلى لغات أخرى مثل العربية والفرنسية.

المنهجية التي اعتمدت في تطوير المقررات هي تصنيفات بلومز (Bloom's taxonomy) ومعايير كاقن التسعة في التعليم (Gagne's Nine)

Events of Instruction) ويتكون كل مقرر دراسي من ١٢ فصل ويعد كل فصل كوحدة تدريسية مستقلة. تصنيفات بلومز المستخدمة بصورة أساسية في المقررات هي:

- المعرفة ومستوى التذكُّر (المستوى الأول)
- الفهم (المستوى الثاني)
- كما استخدمت بعض العناصر من التطبيقات (المستوى الثالث) والتحليل (المستوى الرابع) ضمن الاختبارات المختلفة المصاحبة للمقررات، وقد تم اعتماد البنية التالية لكل فصل دراسي:
- المقدمة والأهداف:
- يبدأ كل فصل بمقدمة تُطلع المتعلم بصورة مختصرة عن الفصل والأهداف التعليمية للفصل.
- شاشات الموضوعات:
- يحتوي كل فصل على موضوعات متعددة اعتمادا على المادة قيد الدراسة.
- اختبارات قياس الاستيعاب والمعرفة:
- يحتوي كل فصل على سؤال واحد على الأقل متعلق بكل موضوع تم عرضه ضمن الفصل.
- ملخص:
- يحتوي كل فصل على ملخص لأهم النقاط التي تم عرضها في الفصل.
- اختبارات نهاية الفصل:
- يحتوي كل فصل على اختبارات في نهايته مع مقدمة عن أهداف وطبيعة الاختبارات كل على حده، مع وجود شاشة تعرض أداء المتعلم في الاختبار وتقتراح إجراءات لتصحيح الأخطاء.

تم تطبيق تصنيفات كاقن التسعة في المعرفة ( Gagne's Nine Events of Instruction) بالصورة التالية

جذب الانتباه عن طريق سلسلة من الصور المتحركة والموسيقى، وعرض بعض محتويات الموضوعات من الفصل.

### تحفيز المتعلم وتذكيره بالمعلومات السابقة.

في كل فصل يتم إرشاد وتوجيه الطالب إلى الأماكن الأخرى في المقررات والتي تم فيها عرض المفاهيم ذاتها وكيفية عرضها. تساعد هذه المنهجية على استخدام الوحدات الدراسية كوحدات متكاملة ومستقلة في وفق تسلسل مختلف ولأغراض مختلفة وفي نفس الوقت يتم التنبيه لكيفية الرجوع لنفس المعلومات في أماكن أخرى في المقرر أو المقررات الأخرى.

### العرض والتحفيز:

يتم عرض محتوى المقرر الدراسي بصور مختلفة عن طريق دمج عرض كتابي مع الصوت والصورة المتحركة والصور الثابتة وكشف المعلومات الموضوعية في طبقات مختلفة عن طريق الضغط على فارة الكمبيوتر. أما التفاعل بين المتعلم والمحتوى الأكاديمي فيتم من خلال الآتي:

- إظهار المحتوى عن طريق الضغط على فارة الكمبيوتر.
- سحب المحتوى ووضعها في المكان الصحيح كجزء من الاختبارات.
- عن طريق تقديم تعليق في حالة الأسئلة متعددة الخيارات.
- الضغط على فارة الكمبيوتر لإظهار بعض التعريفات.

### توجيه المتعلم:

المفاهيم والمبادئ والتطبيقات المصرفية الإسلامية يتم دعمها من خلال أمثلة مفصلة لما تم تطبيقه في البنوك الإسلامية بالإضافة لاستعراض المعايير والموجهات الصادرة من مؤسسات البنية التحتية للمصرفية الإسلامية مثل IFSB و AAIOFI وغيرها، كما يتم توفير مراجع إضافية يمكن تنزيلها لكل فصل.

### تحفيز الأداء:

يحتوي كل فصل على اختبار للمعرفة والمتابعة يتيح للمتعلم التعرف على مدى فهم واستيعاب الموضوع. هذه الاختبارات يتم إعدادها لاختبار مدى نجاح المتعلم في استيعاب الأهداف التعليمية.

### التعليق على خيارات المتعلم:

الرد على خيارات المتعلم بالتعليق والنصح حيث يعطي المتعلم فرصتين لاختبارات قياس الاستيعاب، ويعطي المتعلم في المرة الأولى رد تصحيحي مع مساعدة طفيفة للإجابة في المحاولة الثانية. وعند الإجابة الثانية يتم إعطاء إجابة تفصيلية.

### تقويم الأداء:

يتم تقويم فهم واستيعاب المحتوى عن طريق إعطاء المتعلم الفرصة للإجابة على كل سؤال مرتبط بالأهداف التعليمية في نهاية الفصل، وتشمل هذه الأسئلة مقالات صغيرة يمكن أن تستخدم أيضا لتحفيز النقاش عن بعد من خلال أدوات الاتصال المختلفة. تعظيم الاستيعاب ونقل المعرفة:

يحتوي كل فصل من المقرر على ملخص للنقاط الأساسية التي يتم استعراضها ويُعطي الملخص المتعلم الفرصة للاحتفاظ وتذكر هذه المفاهيم وتطبيقاتها حتى يستطيع أن يبني عليها قبل الانتقال للفصل الذي يليه.

يمكن أن يدعم هذا البرنامج قطاع الخدمات المالية الإسلامية في الدول الأعضاء من خلال المساهمة في إعداد كوادر مؤهلة في مجال المصرفية الإسلامية وفقا لخطط مجموعة البنك الإسلامي للتنمية لهذا القطاع في الدول الأعضاء، كما يوفر فرصة سانحة لزيادة المعرفة والارتقاء الوظيفي لموظفي مجموعة البنك، ويؤمل أن يسهم البرنامج بما فيه من مميزات في الوصول إلى أكبر عدد من المستفيدين حول العالم ولعب دور أكثر فعالية في تطوير التدريس والتدريب وفهم التمويل الإسلامي.

## ترجمة ملخصات المجلد ٢٠ العدد ١

من

النسخة الإنجليزية لمجلة دراسات اقتصادية  
إسلامية

## Islamic Banking in the Middle-East and North-Africa (MENA) Region المصرفية الإسلامية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

سلمان سيد علي<sup>١</sup>

### مستخلص

لقد أصبح التمويل الإسلامي الآن عنصرا هاما في جدول أعمال التنمية في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وهي تكتسب أيضا أهمية في المشهد المالي في المنطقة ككل فضلا عن اكتسابها في البلدان كوحدات متفرقة، وهي كعمل تجاري متزايد تلبي الاحتياجات المالية للشعوب دون أن يتعارض ذلك مع القيم الاجتماعية والدينية. وعلى الرغم من هذا الواقع لا يوجد سوى القليل من الأدب الخاص بالتحليل المنهجي لهيكل الأصول والخصوم الخاصة بالمصارف الإسلامية في المنطقة أو عبر كل بلد على حده، ما يجعلنا لا نعرف إلا القليل مما يدفع المصرفية الإسلامية قدما.

وتحاول هذه الورقة ملء هذه الفجوة عبر استكشاف كيفية استمرار هيكل القطاع المصرفي الإسلامي في منطقة الشرق الأوسط في التطور خلال السنوات الأخيرة هذه، وكيفية نموه من حيث هياكل الأصول والخصوم والتمويل والإدخار في المنطقة ككل أو عبر مختلف البلدان، كما توفر تحليلا استكشافيا عن الأهمية النسبية لمختلف العوامل المسؤولة عن نمو الخدمات المصرفية الإسلامية في المنطقة، وقد وفرت لنا الأزمة المالية العالمية تجربة طبيعية لتقييم مساهمة الصيرفة الإسلامية من حيث المرونة والشمولية للقطاع المالي من خلال تحليل أداء هذه البنوك خلال هذه الفترة.

---

وقد أعدت هذه الورقة كتقرير للبنك الدولي عن منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا ويمكن الوصول إليها عبر الرابط التالي:

[http://siteresources.worldbank.org/INTMNAAREGTPOVRED/Resources/MENAFlagshipIslamicFinance2\\_24\\_11.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTMNAAREGTPOVRED/Resources/MENAFlagshipIslamicFinance2_24_11.pdf)

<sup>١</sup> وأدين بالشكر للأخ عبدالرحمن شيخ حسن والأخ إجازي عزام لمساعدتهما في إعداد البحث كما اشكر الأخوة العاملين في برنامج قاعدة بيانات البنوك الإسلامية الذين أتاحوا لي البيانات المطلوبة كما أشكر أيضا السيدة صوفيا أرفاي والسيد زامر إقبال من البنك الدولي لتعليقاتهم المهمة، أيضا السيدة صوفيا قدمت لي المعلومات المتعلقة بالبنوك التقليدية.





**Measuring Operational Risk Exposures in Islamic Banking:  
A Proposed Measurement Approach**  
**قياس التعرض للمشاكل التشغيلية في البنوك الإسلامية  
مدخل قياسي مقترح**

هيلمون أزهر

**مستخلص**

الهدف من هذه الورقة هو اقتراح نموذج يطلق عليه نموذج دلتا غاما للتحليل الحساس: نظرية القيمة المتطرفة (DGSA-EVT) وهو نموذج لقياس نوع من المخاطر التشغيلية. الذراع الأول من النموذج المقترح (DGSA-EVT) هي المنهجية التي تتعامل مع انتشار الأخطاء في أنشطة القيمة المضافة التي تعمل باستخدام تدابير من التقلبات في الأنشطة. إن الغير في الإنتاج يستخدم لقياس التغير في الأداء. والذراع الثانية للنموذج هي نظرية القصوى والتي تستخدم كآلية لقياس زيادة الخسائر التشغيلية التي تتعدى حد معين.

## Leverage Risk, Financial Crisis, and Stock Returns: A Comparison among Islamic, Conventional, and Socially Responsible Stocks

مخاطر الرفع المالي، الأزمة المالية وعوائد الأسهم: مقارنة بين الأسهم الإسلامية والتقليدية والمسؤولة اجتماعيا

VAISHNAVI BHATT\*

and

JAHANGIR SULTAN\*

ملخص

وفق الأخبار الاقتصادية فإن الشركات التي لا تتمتع بقوة وسمعة تمكنها من الاقتراض من السوق الائتماني وبسبب محدودية الانكشاف على السوق الائتماني تقل المخاطر والمعاناة التي قد تتعرض لها خصوصا خلال الأزمة المالية فيما تعد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والأسهم ذات المسؤولية الاجتماعية محدودة النفوذ والقدرة على جذب القروض.

الفرضية التي نود اختبارها هي أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أقل حساسية للمخاطر المصاحبة للنفوذ والقدرة على الاقتراض من السوق المالي وهي بالتالي مناسبة لحفظ الثروات في حال التدهور الاقتصادي.

لقد وجدنا أن عنصر المخاطر المصاحب للنفوذ والقدرة على الاقتراض من السوق المالي له اثر منتظم على مجموعات مختلفة من الاسواق وكان أثره واضح خلال الأزمة المالية الحالية. كما وجدنا أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حساسة جدا للمخاطر المصاحبة للنفوذ والقدرة على الاقتراض من السوق المالي مقارنة بالشركات التقليدية. في المقابل أظهرت النتائج أن الشركات المهتمة

\* أستاذ مساعد متخصص في التمويل بمعهد رامية للدراسات الإدارية بانقلور الهند.

\* أستاذ المالية ومدير التمويل بمركز هوقلي للخدمات المالية، جامعة بينتلي.

بالمسؤولية الاجتماعية أقل حساسية لنفس المخاطر مما يعزز من قدرتها على حفظ الثروات عند حدوث الأزمات المالية.