



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ...../2015

القسم: علوم التسيير

الميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

## إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

دراسة حالة : السودان

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية و بنوك

إشراف الأستاذ(ة):

بنون خير الدين

- إعداد الطالبة

شحدان إبتسام

لجنة المناقشة:

الرقم	اسم و لقب الأستاذ	الجامعة	الصفة
1	بوالريحان فاروق	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	رئيسا
2	مشري فريد	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	مناقشا
3	بنون خير الدين	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	مشرفا و مقرا

السنة الجامعية: 2014/2015

الله

# شكر وتقدير

" وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون وستردون إلى عالم الغيب والشهادة فينبئكم

بما كنتم تعملون" (التوبة: 105)

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك... ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك... ولا

تطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب الجنة إلا برويتك الله جل جلاله

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة... ونصح الأمة... إلى نبي الرحمة ونور العالمين...

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

أتقدم بجزيل الشكر وكامل العرفان، ووافر الامتنان إلى مقام أستاذي ومشرفي خير الدين بنون

لتفضله بالإشراف على هذه المذكرة، ولما بذله معي من جهد وإرشاد فجزاه الله كل خير.

كما أتوجه بالشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بالموافقة على مناقشة هذه

المذكرة وإبداء ملاحظاتهم وتوجيهاتهم

وأشكر جميع من ساعدني من أساتذة وزملاء وإخوة في إنجاز هذا العمل، سائلة الله عز وجل أن

يجزيهم عني كل خير.

وفي الأخير أسأل الله العليّ القدير أن ينفع بهذا العمل قارئه، وأن يتقبله في ميزان الحسنات إنه

سميع قريب مجيب الدعوات.

التسامح

# إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى...

من أحمل اسمه بكل فخر واعتزاز

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، أبي العزيز أسأل الله أن يحفظه لنا

إلى...

ينبوع الصبر والتفاؤل

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها ريحانة حياتي وبهجتها أُمي العزيزة أسأل

الله أن يحفظها لنا

إلى...

من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي، إخوتي وزوجاتهم راجية من

الله عز وجل أن يحفظهم جميعا أن يجعلهم قرة عين لي

إلى...

كل أساتذتي ومن كان لهم فضل تلقيني العلم النافع

إلى...

جميع صديقاتي وزميلاتي الذين انشغلوا بانشغالي في هذا البحث

إلى...

جميع هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع

إيثار

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
-	البسملة
-	الشكر
-	الإهداء
III - I	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
V	فهرس الأشكال
أ- هـ	مقدمة
أ	تمهيد
أ	طرح الإشكالية
أ	فرضيات الدراسة
ب	أهمية الدراسة
ب	أهداف الدراسة
ب	أسباب اختيار الموضوع
ب	منهج الدراسة
ج	الدراسات السابقة
د	حدود الدراسة
د	هيكل الدراسة
هـ	صعوبات الدراسة
40 - 2	<b>الفصل الأول: مدخل عام للتعريف بالصكوك الإسلامية</b>
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية
3	المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية
6	المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية
11	المطلب الثالث: أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية
14	المطلب الرابع: أطراف وآليات إصدار الصكوك الإسلامية
18	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

18	المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة
26	المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع
30	المطلب الثالث: الصكوك القائمة على الإجارة
33	المبحث الثالث: ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
33	المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية
35	المطلب الثاني: حجم إصدار الصكوك الإسلامية
38	المطلب الثالث: أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية
40	خلاصة الفصل
71 - 42	<b>الفصل الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها</b>
42	تمهيد
43	المبحث الأول: المخاطر، أنواعها وأساليب قياسها
43	المطلب الأول: مفهوم المخاطر
45	المطلب الثاني: أنواع المخاطر
46	المطلب الثالث: أساليب قياس المخاطر
48	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية
48	المطلب الأول: المخاطر المالية
52	المطلب الثاني: المخاطر التشغيلية
52	المطلب الثالث: مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية
56	المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
56	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر
59	المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
60	المطلب الثالث: مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
64	المطلب الرابع: الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
71	خلاصة الفصل
94 - 73	<b>الفصل الثالث: حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية</b>
73	تمهيد
74	المبحث الأول: النظام المصرفي والمالي في السودان
74	المطلب الأول: تطور الجهاز المصرفي السوداني ومراحل إصلاحه
76	المطلب الثاني: واقع قطاع البنوك والمؤسسات المالية في السودان

78	المبحث الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان
78	المطلب الأول: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية
83	المطلب الثاني: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية
86	المبحث الثالث: الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية
86	المطلب الأول: دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك الحكومية السودانية
90	المطلب الثاني: آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية
92	المطلب الثالث: آليات مقترحة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية
94	خلاصة الفصل
96 - 99	خاتمة
96	أولاً: نتائج الدراسة
98	ثانياً: اختبار الفرضيات
98	ثالثاً: التوصيات
99	رابعاً: آفاق الدراسة
101-108	فهرس المصادر والمراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
09	مقارنة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية	(1-1)
76	تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013	(1-3)
77	تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013	(2-3)
79	تطور شهادات مشاركة الحكومة(شهامه) للفترة 2009 - 2013	(3-3)
80	تطور شهادات الاستثمار الحكومة(صرح) للفترة 2009 - 2013	(4-3)
81	تطور شهادات إجارة مصفاة الخرطوم(شامة) للفترة 2009 - 2013	(5-3)
82	تطور شهادات إجارة البنك المركزي(شهاب) للفترة 2009 - 2013	(6-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
21	هيكل صكوك المضاربة	(1-1)
24	هيكل صكوك المشاركة	(2-1)
36	تطور حجم الصكوك الاسلامية عالميا (2001-2008)	(3-1)
37	أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم	(4-1)

# مقدمة

## تمهيد:

إن تزايد المؤسسات المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة يجعلها بحاجة إلى تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية عموماً والبنوك الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول سواء كان محلياً أو دولياً وقد كانت الصكوك الإسلامية أحسن الأدوات بدليل أن دراسات اقتصادية أثبتت نموها بشكل كبير ومتسارع، خاصة بعد تبني دول عربية غير إسلامية هذه الأدوات المالية.

وعلى الرغم من توافق الصك الإسلامي مع ضوابط الشريعة الإسلامية إلا أن عملية إصداره وتداوله لا تخلو من المخاطر، الأمر الذي استوجب ضرورة توفر آليات تساهم في إدارة مثل هذه المخاطر من خلال تقادي وقوعها، والتقليل من حدتها أو نقلها لطرف آخر مستعد لتحملها كشركات التكافل والتأمين. وفي ظل هذا التوجيه أتى هذا البحث ليسلط الضوء على إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية مع التطبيق على حالة السودان.

### - طرح الإشكالية:

مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

#### ما هي أساليب إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- ما مفهوم الصكوك الإسلامية؟ ما هي قواعد وآلية إصدارها وتداولها؟
- 2- ما هي المخاطر التي تواجه الاستثمار بالصكوك الإسلامية ر؟
- 3- ما هي الوسائل والأساليب الممكنة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية عموماً؟ والتجربة السودانية خصوصاً؟

### - فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات المطروحة أعلاه ارتأينا وضع الفرضيات المحتملة التالية:

- 1- تمثل الصكوك الإسلامية أداة مالية حديثة، تخضع في إصدارها وتداولها لنفس الضوابط والأسس والهيكلية، التي تصدر بها باقي الأوراق المالية التقليدية الأخرى.
- 2- يمكن أن يواجه الاستثمار في الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر.
- 3- يمكن الحد والتقليل من مخاطر الاستثمار في الصكوك الإسلامية عن طريق مجموعة آليات مقترحة لذلك.

## - أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية الموضوع، فالصكوك الإسلامية تشهد تطوراً ونموً متسارعاً وأحدثت نقلة نوعية في الاقتصاد، وما تعرفه من عقد الندوات والمؤتمرات حولها لدليل على أهميتها، بالإضافة إلى إقبال دول غير إسلامية على إصدار الصكوك، مع تنبؤ لخبراء الاقتصاد بوصول حجم الإصدارات الكلية إلى آلاف المليارات من الدولارات في السنوات القليلة القادمة.

## - أهداف الدراسة

يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- 1- تسليط الضوء على الصكوك الإسلامية من خلال تحديد مفهوم لها، وإبراز خصائصها التي تميزها عن بقية صيغ التمويل الإسلامية الأخرى، مع التعرض لأهم أنواع الصكوك الإسلامية والوقوف على الأهمية التي تكتسبها في ظل تزايد الطلب عليها.
- 2- التعرف على مخاطر الصكوك الإسلامية، وأنواع تلك المخاطر ومصادرها.
- 3- وضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة إلى حالة السودان.

## - أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أسباب اختيار هذا الموضوع في أسباب موضوعية وأخرى ذاتية كما يلي:

### الأسباب الموضوعية:

- الرغبة في إيجاد حلول لمشكلة مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية إدارتها.

### الأسباب الذاتية:

- الرغبة في إثراء الرصيد المكتبي بالبحوث التي تتعلق بالبنوك الإسلامية.
- الرغبة الشخصية في تكوين إطار نظري في المجال المصرفي الإسلامي، ليكون الأساس لدراسات في نفس المجال في المستقبل.

## - منهج الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف البحث والإحاطة بمختلف جوانبه فإن المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي، وهذا من خلال عرض للجوانب النظرية للصكوك الإسلامية من مفهوم وأنواع وأهمية، بالإضافة إلى قواعد وأسس إصدارها وتداولها، كما تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الاستقرائي وذلك من خلال استقراء المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وتحديد مصادرها وأنواعها.

## - الدراسات السابقة:

1- دراسة أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" وهي عبارة عن رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية مقدمة إلى معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية ببيروت، سنة 2009. حيث تمثلت هذه الدراسة في أربعة فصول تناول فيها الباحث لأنواع الأوراق المالية التقليدية، ثم تطرق لصكوك الاستثمار بتعريفها وتاريخ نشأتها وخصائصها وواجبات الرقابة الشرعية تجاه إصدار الصكوك والعمليات على الصكوك من إصدار وبيع وإجارة ورهن وإطفاء للصكوك. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن الصكوك الإسلامية وهاكل إصدارها تستند على إرث شرعي متين، يتميز بمرونته وقابليته للتطوير ومسايرته لمتطلبات العصر.

2- دراسة عبد الملك منصور بعنوان: "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة" وهي عبارة عن بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي- 3 جوان 2009. تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، وأسس إصدارها وتداولها، ودورها في توفير الاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الخاصة والحكومية، كما تناول الباحث تجارب إصدار هذه الصكوك على مستوى الدول، ودراسة الإطار التشريعي اللازم لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا فتشمل صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم والاستصناع والإجارة... الخ، كم تتنوع وفقا للأجل، فهناك الصكوك قصيرة الأجل، ومتوسطة وطويلة الأجل.

3- دراسة عبد القادر زيتوني بعنوان: "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية" وهي عبارة عن مؤتمر علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان 1-2 ديسمبر 2010. تناولت الدراسة التصكيك الإسلامي من حيث مفهومه وضوابطه وآلياته ودوره في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية، كما تناول الباحث واقع التصكيك الإسلامي ودوره في علاج الأزمة العالمية والوقاية منها. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: يوجد اعتراف دولي بأهمية الصكوك الإسلامية كمنتج مالي قابل للتطور والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود إصدارات من الصكوك لمؤسسات غير إسلامية، وأن هذه الصكوك تمثل لهم فرصة هامة للاستثمار في المستقبل القريب.

4- دراسة نوال بن عمارة بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية" وهي عبارة عن مقال في المجلة، العدد 2011/09، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، حيث تعرضت هذه الدراسة لمجموعة من المفاهيم الأساسية كتعريف الصكوك المالية الإسلامية وأنواعها وخصائصها والتحديات التي تتعرض لها الصناعة المالية الإسلامية وخاصة الصكوك المالية، بالإضافة إلى إبراز دور

السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية وتأسيس سوق مالية ترتكز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما تناولت الدراسة حجم إصدار الصكوك الإسلامية بحسب جهات الإصدار، النوع، الدول. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في تفصيل مختلف المخاطر التي يمكن أن تواجه الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى وضع مجموعة من الآليات لإدارتها وفق الضوابط الشرعية، مع تناول بالدراسة للتجربة السودانية باعتبارها تجربة رائدة في هذا المجال.

#### - حدود الدراسة:

**حدود الدراسة الزمنية:** من سنة 2009 - 2013.

**حدود الدراسة المكانية:** لقد ركزنا في هذه الدراسة على دراسة حالة السودان.

#### - هيكل الدراسة:

قصد الإلمام بمختلف جوانب الموضوع تم الاعتماد على خطة تنقسم إلى مقدمة عامة وثلاث فصول وخاتمة عامة، بحيث تم في المقدمة العامة طرح إشكالية البحث والتصور العام للموضوع، حيث يتطرق الفصل الأول الذي وضع تحت عنوان "مدخل عام للتعريف بالصكوك الإسلامية" في المبحث الأول منه إلى مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية من خلال تعريفها وذكر خصائصها، والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، بالإضافة إلى مقارنتها بالأسهم والسندات وتوضيح أطراف وآليات إصدارها. ثم يتناول بعدها أهم أنواع الصكوك الإسلامية التي قسمت إلى صكوك قائمة على عقود الشراكة، البيع، الإجارة وهذا في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فقد خصص لضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، حيث تم التطرق إلى الضوابط الشرعية لإصدارها، بالإضافة إلى حجم إصدارها وفي الأخير تناول هذا المبحث أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية.

أما الفصل الثاني، والذي جاء تحت عنوان "مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها" ففي المبحث الأول تم التطرق إلى المخاطر من خلال التركيز على مفهومها وأنواعها وأساليب قياسها، ثم تطرق إلى مخاطر الصكوك الإسلامية والتي تم تقسيمها إلى المخاطر المالية، التشغيلية، والمخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية وهذا في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فقد خصص لآليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية حيث تم التطرق إلى مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر، ثم تطرق إلى منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطرها، وفي الأخير تناول هذا المبحث الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية.

أما الفصل الثالث والأخير المعنون ب"حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية" فيتناول في المبحث الأول النظام المصرفي والمالي في السودان، أما المبحث الثاني تم التطرق إلى صناعة

---

الصكوك الإسلامية في السودان، أما آخر مبحث في هذا الفصل فتم التطرق إلى الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.

وفي خاتمة البحث تم التطرق إلى أهم نتائج البحث ثم اختبار الفرضيات، بالإضافة إلى توصيات وآفاق البحث.

#### - صعوبات الدراسة:

بشكل عام تمثلت صعوبات البحث فيما يلي:

- عدم وجود كتب حول الصكوك الإسلامية في المكتبة الجامعية، مما دفعني للاستناد بالأوراق البحثية، التي أسهبت في تطرقها لهذا الموضوع.

# الفصل الأول

**تمهيد:**

شهدت أدوات الاستثمار الإسلامي انتشارا وازدهارا واسعا، ومع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة. برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال.

وقد تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم وليس في العالم الإسلامي فحسب، إذ أصبحت الصكوك الإسلامية الموازية للسندات في الاستثمار المصرفي التقليدي متاحة للجميع أفراد وشركات وحكومات.

وفي هذا الإطار يأتي هذا الفصل ليتناول الصكوك الإسلامية وذلك من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول:** مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثاني:** أنواع الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثالث:** ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعد بديلا شرعيا للسندات الربوية، إضافة لكونها منتجا إسلاميا أصيلا، وقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية بشكل واضح في الآونة الأخيرة.

ونظرا لما لها من أهمية كبيرة، فإننا سنركز دراستنا في هذا المبحث على المطالب التالية:

**المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية**

**المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.**

**المطلب الثالث: أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية.**

**المطلب الرابع: أطراف وآليات إصدار الصكوك الإسلامية.**

**المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية**

حتى نتوصل إلى فهم دقيق للصكوك الإسلامية يستوجب علينا بداية تعريفها لغة، ثم تعريفها في الاصطلاح الاقتصادي.

**الفرع الأول: تعريف الصكوك في اللغة**

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

وأصل الصك في اللغة العربية هو الدفع فيقال: صكه صكا أي دفعه بقوة وضربه، ومنه قوله تعالى: " فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صِرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ " (سورة الذاريات الآية 29) أي ضربت بيدها على وجهها<sup>2</sup>.

وفي معجم الرائد: الصك يعني وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عماري صليحة، سعدان آسيا: **الصكوك الإسلامية، تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها**، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - قالمة-، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص: 4.

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: **الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية**، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص: 237.

<sup>3</sup> مسعود جبران: **دار العلم للملايين**، بيروت، ط7، 1992، ص: 497.

## الفرع الثاني: تعريف الصك في الاصطلاح الاقتصادي

قبل التطرق لمعنى الصكوك في الاصطلاح الاقتصادي نود التنويه إلى المبدأ الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية، والقاعدة التي تركز عليها وهو مبدأ التوريق أو التصكيك (Securitization) والذي يقصد به: عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها، وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين<sup>1</sup>.

أو هو: عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات<sup>2</sup>.

وقد تعددت عبارات الباحثين والهيئات في الاقتصاد الإسلامي، من حيث تحديد مفهوم الصكوك الإسلامية.

فقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17(صكوك الاستثمار) على أنها: "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 فيها أصدرت من أجله"<sup>3</sup>.

ولقد أطلقت أيضاً المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، وجاء هذا التفريق كنتيجة منطقية للفرق بين السهم والصك. فالأول يمثل حصة شائعة في شركة مساهمة، يتيح لحامله الحق في إدارة الشركة، بالمقابل يمثل الصك حقوقاً في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناً تستثمر بمعرفة مدير الصكوك. كما تختلف العلاقة الرابطة بين حامل الصك ومدير الصكوك بشكل جوهري عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، حيث أن حامل الصك لا يملك الحق في تعيين أو عزل إدارة الصكوك. أما بالنسبة للفرق بين السند والصك حيث يمثل الأول حقاً على الشيوع في ملكية الموجودات الممثلة أساساً في ديون نقدية برياً، أما الموجودات في الصكوك فهي أعيان قد تختلط بشيء من الديون أو النقود، كما أن حاملها لا يضمن له المبلغ المستثمر أو أي عائد على عكس السندات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أختار زيتي عبد العزيز: الصكوك الإسلامية (التوريق وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، ص: 3.

<sup>2</sup> لعمش أمال: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011، ص: 104.

<sup>3</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار - المنامة -، البحرين 2010، ص: 238.

<sup>4</sup> عبد العظيم أبو زيد: نحو صكوك إسلامية حقيقية: حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية، مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، العدد 62، خريف 2010، ص: 112 - 113.

كما تعرف على أنها: "أوراق مالية محددة المدة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات تخول مالكيها منافع وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته"<sup>1</sup>.

ويعرفها البعض على أنها: "وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه"<sup>2</sup>. ويتميز تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة بأمر في غاية الأهمية لا يتم اعتبار الصك بدونها وهي: **أولاً- تحصيل قيمة الصك:** لأن المقصود بالتصكيك أن يكون أداة لتحصيل المال اللازم لنشاط معين، ولا يتم ذلك إلا بعد تحصيل القيمة، وبدونها فهو ورقة عارية عن مضمونها.

**ثانياً- قفل باب الاكتتاب:** لأنه ما لم يقفل باب الاكتتاب، فإن الصك لا يترتب عليه المقصود منه إذ القيمة المحددة للمشروع أو النشاط موزعة بالتساوي على عدد الصكوك، ولا بد من تحصيل المبلغ المطلوب ببيع جميع الصكوك، فإن لم يحصل ذلك لم يحصل المطلوب وقد يؤدي الحال إلى تأثير قيمة الصكوك، وربما إلى إلغاء الاكتتاب في حالة عدم التمكن من بيعها، إضافة إلى أنها وقت الاكتتاب لا تتمتع بخاصية التداول ولا يمكن الإفادة من حصيلتها فيما أعدت له.

**ثالثاً- بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله:** وهذا هو ما يدل على أن حصيلة الصكوك قد تحولت إلى استثمار حقيقي يؤهلها للتداول، إذ بدونه لا يجوز تداولها إلا بمثلها وتطبق عليها شروط عقد الصرف لأنها مازالت نقوداً، فإذا تحولت إلى استثمار حقيقي أصبحت تمثل حصصاً شائعة في ملكية ما أعدت له، فيجوز تداولها حينئذ<sup>3</sup>.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي: «الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان، منافع، خدمات، نشاط استثماري)، إما أن تكون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي وتخول مالكيها حقوق وتحمله التزامات بمقدار ملكيته» .

<sup>1</sup> حامد بن حسن ميرة: ملكية حملة الصكوك و ضماناتها، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي لإدارة البحوث والتطوير - جدة- السعودية، يومي 10- 11 أوت 2011، ص: 80.

<sup>2</sup> حمزة بن حسين الفعر الشريف: ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز- جدة-، السعودية، يومي 24- 25 ماي 2010، ص: 269.

<sup>3</sup> حمزة بن حسين الفعر الشريف: مرجع سابق، ص: 270.

## المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية

تتفق الصكوك الإسلامية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار، إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراقا مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها.

ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيما يلي:

### **الخاصية الأولى: لها قيمة اسمية محددة**

أي تصدر بقيمة اسمية محددة يحددها القانون، وموضحة في نشرة الإصدار<sup>1</sup>.

### **الخاصية الثانية: تصدر بفئات متساوية القيمة**

الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكة لإثبات حق مالكة في الموجودات الصادرة بموجبها<sup>2</sup>.

### **الخاصية الثالثة: تمثل ملكية حصّة شائعة في الأصول**

فهي تمثل ملكية حاملها أو مالكة حصصا شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليط منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل دينا في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات.

### **الخاصية الرابعة: قابلة للتداول من حيث المبدأ**

هناك أنواع من الصكوك قابلة للتداول مثل صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، وصكوك الإجارة وأنواع غير قابلة للتداول مثل صكوك البيوع، علما أنه يمكن تداولها في لحظة معينة وتحديدا عندما تمثل الصكوك بضاعة، أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.

### **الخاصية الخامسة: عدم قبولها للتجزئة**

بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد<sup>3</sup>.

### **الخاصية السادسة: تستثمر الصكوك في نشاط مباح**

تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمر، فإنها لا تعد ورقة إسلامية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ: دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، يومي 15-16 جوان 2010، ص: 3.

<sup>2</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، بيروت - لبنان، -، جويلية 2008، ص: 17.

<sup>3</sup> زياد جلال الدماغ: مرجع سابق، ص: 3.

<sup>4</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009، ص: 33.

**الخاصية السابعة:** تصدر على أساس عقد من العقود الشرعية التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله<sup>1</sup>.

**الخاصية الثامنة:** تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة

تعطي صكوك الاستثمار مالكة حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بالنسبة المئوية عند التعاقد، كما يلتزم مالكة بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة في حدود المبالغ التي اكتتب بها في المشروع<sup>2</sup>.

**الخاصية التاسعة:** المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك)

لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه، وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك<sup>3</sup>.

### ❖ مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية:

**أولاً:** مقارنة الصكوك الإسلامية بالأسهم

▪ أوجه الاتفاق بين الصكوك الإسلامية والأسهم<sup>4</sup>:

يشترك السهم مع الصك في الأمور التالية:

- 1- يمثل كل من السهم والصك حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع، وهذه الأصول تشمل غالباً أعياناً وحقوقاً ونقوداً ومنافع وديوناً لدى الغير بنسب متفاوتة.
- 2- يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع تتناسب مع قيمة ما يملكه.
- 3- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحياسة والقبض وهي أمور تلزم لصحة التصرف أو لزومه وتماهه أو تعد حكماً للعقد وأثر من آثاره.
- 4- إذا تم بيع السهم أو الصك، فإن حيازتهما وقبضهما يعد حيازة للحصة الشائعة نفسها كحكم من أحكام العقد وأثر من الآثار المترتبة عليه، فيعد حامل السهم أو الصك حائزاً للحصة الشائعة التي يمثلها كل منهما.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ: مرجع سابق، ص: 3.

<sup>2</sup> أسامة عبد الحلیم الجورية: مرجع سابق، ص: 34.

<sup>3</sup> عبد الله بن محمد المطلق: **الصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقويم) جامعة الملك عبد العزيز، -جدة -، السعودية، أيام 24- 26 ماي 2010، ص: 14.

<sup>4</sup> أسامة عبد الحلیم الجورية: مرجع سابق، ص: 34- 35.

▪ أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في عدة نقاط نذكر منها:

- 1- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- 2- من جهة الشركة المصدرة فإن الصكوك في أغلبها أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- 3- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق (إطفاء) بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة<sup>1</sup>.
- 4- أن مالك السهم يشارك في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، بينما مالك الصك لا يشارك في إدارة الشركة ليس لهم مجلس إداري، لكن يمكن أن يكون لهم هيئة عامة مراقبة لترعى مصالحهم وحقوقهم<sup>2</sup>.

ثانياً: مقارنة الصكوك الإسلامية بالسندات

▪ أوجه الاتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات:

يمكن إيجاز أهم نقاط الاتفاق بين الصكوك والسندات فيما يلي:

- 1- كلاهما أوراق مالية متداولة غرضها الأساسي التمويل.
- 2- كلاهما يصدر بقيمة اسمية وأن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعارهم وبذلك تؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل السند والصك أن يسترده في نهاية مدته وهناك بعض أنواع الصكوك الإسلامية تتفق مع السندات في أن لهما عائد متوقعا مرتبطا بتلك القيمة.
- 3- من خلال الصكوك والسندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.
- 4- تصنف الصكوك والسندات- وبشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.
- 5- هناك صعيدا مشتركا بين الصكوك الإسلامية والسندات فيما يتعلق بالأمور التنظيمية والإجرائية والأطراف التي يتطلبها الإصدار والإدارة، والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار، ومدة الإصدار، ووكيل الدفع، ومتعهد بالتغطية وأمين الاستثمار والسوق الثانوية والتسويق، والدور المنوط للجهات الرقابية والإشرافية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صفية أحمد أبو بكر: الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة البرموك الأردن، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009، ص: 15- 16.

<sup>2</sup> زياد جلال الدماغ: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، يومي 15- 16 جوان 2010، ص: 3.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد: الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص: 19.

▪ أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات:

- 1- تمثل الصكوك حصة في ملكية أصول مشروع معين فحق الصك هو حق عيني. يتعلق بأصول المشروع، في حين السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره<sup>1</sup>.
- 2- عوائد السند ثابتة في ذمة مصدره، وهي محددة أما عوائد الصكوك فهي ناشئة عن استثمار وتقلبات السوق فيما أعدت له، وهي غير مضمونة على مصدرها، وتخضع لطبيعة الاستثمار وتقلبات السوق ويشترك مالك الصك في الربح كما أنه يتحمل نصيبه من الخسارة حال حدوثها، على قاعدة الغرم بالغرم<sup>2</sup>.
- 3- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الإسلامي فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم<sup>3</sup>.
- 4- السندات أوراق مالية محرمة لأنها تمثل قروضا ربوية، بينما الصكوك تمثل حصص ملكية شائعة في العين أو النشاط الاستثماري<sup>4</sup>.

ويمكن استخلاص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية بالجدول التالي:

جدول رقم (1-1): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

عناصر المقارنة	صكوك الاستثمار الشرعية	السندات التقليدية
1- الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل	قرض ربوي بفوائد ثابتة إما أن يكون قصير أو متوسط أو طويل الأجل
2- آلية الإصدار	الاكتتاب العام والخاص مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب العام والخاص
3- التداول	قابليتها للتداول باستثناء صكوك السلم والاستصناع وفق شروط معينة	قابليتها للتداول
4- الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة	الفوائد دورية ومحددة سلفاً

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص: 3.

<sup>2</sup> حمزة بن حسين الفهر الشريف: مرجع سابق، ص: 271- 272.

<sup>3</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سابق، ص: 36- 37.

<sup>4</sup> حمزة بن حسين الفهر الشريف: مرجع سابق، ص: 271.

لا يوجد التزام بأحكام الشريعة الإسلامية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	5- التزامها بالضوابط الشرعية
تتشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم "مقرضين"	تتشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى "أرباب مال"	6- التمثيل القانوني للمالكين
تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد	7- ضمان رأس المال
يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا لمنصوص عليه في نشرة الإصدار	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها	8- الإطفاء

المصدر: ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص ص: 21-22.

## المطلب الثالث: أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية

### الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية

توفر الصكوك الإسلامية العديد من المزايا لمختلف المتعاملين في مجالها من مصدرين أصليين ومستثمرين، إضافة إلى ما تحققه من مزايا للاقتصاد الوطني وهذا ما نستعرضه فيما يلي:

#### **أولاً: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي**

1- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها<sup>1</sup>.

2- يزيد التصكيك من قدرة المنشآت المصدرة على توليد الأموال لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، كما يساعد التصكيك على تنويع مصادر التمويل متعددة الآجال والمكملة للمصادر التقليدية خاصة بالنسبة لتلك المنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة إلى سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

3- يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية.

4- يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة، وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول المنشأة كلها.

5- يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

6- يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها<sup>3</sup>.

7- يعتبر التصكيك بديلاً جيداً لمصادر التمويل الأخرى كالاقتراض من مؤسسات أخرى أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي عليه كلاهما من قيود ومشكلات<sup>4</sup>.

#### **ثانياً: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين (حملة الصكوك)**

تتمثل أهمية الصكوك من وجهة نظر المستثمرين في النقاط التالية:

1- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي، وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

2- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساعدة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا

<sup>1</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح: مرجع سابق، ص: 10.

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: مرجع سابق، ص: 247.

<sup>3</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح: مرجع سابق، ص: 10- 11.

<sup>4</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: مرجع سابق، ص: 247.

قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات للأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الغرض الخاص spv في هيكل عملية التصكيك، يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانوني في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة الأصل محل التصكيك.

3- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة).

4- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

5- توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة يمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة<sup>1</sup>.

### ثالثا: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

1- تقوم الصكوك الإسلامية بدور هام في تعبئة الموارد المكتنزة خاصة لدى صغار المدخرين، وتشجعهم على رفع معدلات ادخارهم واستثماراتهم.

2- تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها، الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة، وهو ما يعني قدرتها على التخصيص الجيد للمدخرات.

3- معالجة قصور التمويل الحكومي بمشاركة شعبية، كالمساهمة في تمويل البنى التحتية الأساسية<sup>2</sup>.

4- تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد (وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية).

5- تساعد عملية التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل.

6- مساندة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي، بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرأسمالية<sup>3</sup>.

7- الصكوك الإسلامية تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، يومي 05-06 أبريل 2012، ص: 8.

<sup>2</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية المصرفية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - بجاية-، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص: 16.

<sup>3</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، مرجع سابق، ص: 8-9.

<sup>4</sup> محمد تقي العثماني: الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، أيام 25-29 ديسمبر 2010، ص: 6.

### الفرع الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل الأهداف الأساسية للصكوك الإسلامية فيما يلي:

#### أولاً: زيادة السيولة

حيث توفر السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا يوجد لها سوق نشطة لبيعها أو آجال استحقاقها بعيدة.

#### ثانياً: تنويع مصادر التمويل

أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، كما تعمل على المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.

#### ثالثاً: تقليل مخاطر الائتمان

فمن المعلوم أن المنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الصكوك، لأن التصكيك هي عملية بيع حقيقي للأصول إلى المنشأة المخصصة ومن ثم بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وبذلك تكون نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير<sup>1</sup>.

#### رابعاً: توفير قناة جيدة للمستثمرين

الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ: دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، مرجع سابق، ص: 4.

<sup>2</sup> محمد تقي العثماني: الصكوك وتطبيقاتها، الدورة العشرون، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الجزائر، أيام 13- 18 ديسمبر 2012، ص: 2.

## المطلب الرابع: أطراف وآليات إصدار الصكوك الإسلامية

### الفرع الأول: أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية

أولاً- المنشئ (Originator) : وقد يكون بنك أو شركة تمويل تمتلك الحقوق المالية الناشئة نتيجة لعملية الاقتراض، أو الشركة مالكة المشروع المنوي تصكيكه<sup>1</sup>.

ثانياً- الشركة ذات الغرض الخاص: تعرف بالانجليزية اختصاراً باسم (S.P.V Special purpose vehicle) أي هيئة ذات غرض خاص، وفي أمريكا يغلب تسميتها باسم (S.P.E اختصاراً لـ Special entity purpos) وهي شركة ذات طبيعة خاصة، تنشأ غالباً في المناطق المعفية من الضرائب، ولها مسؤولية محدودة<sup>2</sup>. وتعرف هذه الشركة على أنها مؤسسة مالية وسيطة تقوم بنقل ملكية الأصول من المنشئ (originator) إلى المستثمرين (حملة الصكوك) ذات كيان مستقل يتم تأسيسها من قبل المنشئ ومن ثم تتولى عملية إصدار الصكوك<sup>3</sup>.

ثالثاً- شركات التصنيف الائتماني (Rating Agency) : وهي الجهة التي تقوم بدراسة المؤسسات والأوراق المالية والخدمات التي تقدمها هذه المؤسسات، ومن ثم تقوم بتقييمها وتصنيفها<sup>4</sup>.

رابعاً- مدير الاستثمار: وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة، واختيار الصيغة والطريقة التي سوف تدار بها أموال المستثمرين<sup>5</sup>.

خامساً- أمين الاستثمار: وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الصكوك، كما يحتفظ بالوثائق والضمانات وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار<sup>6</sup>.

سادساً- مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

سابعاً- متعهد الدفع: وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> محي الدين، محمود: الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق في موسوعة التوريق، بحث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية، إتحاد المصارف العربية- بيروت-، لبنان 2002، ص: 39.

<sup>2</sup> فؤاد محمد محسن: الشركة ذات الغرض الخاص، آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص: 27.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 40.

<sup>4</sup> محي الدين، محمود: مرجع سابق، ص: 39.

<sup>5</sup> أبو غدة، عبد الستار: صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي الرابع عشر بعنوان: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل- دبي-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15- 17 ماي 2005، ص: 614.

<sup>6</sup> عجيل جاسم النشمي: التوريق والتصكيك وتطبيقاتها، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي- الشارقة-، الإمارات العربية المتحدة، أيام 26- 30 أبريل 2009، ص: 26.

<sup>7</sup> أبو غدة، عبد الستار: مرجع سابق، ص: 591.

ثامنا- المكتتبون في الصكوك (حملة الصكوك): بنوك مركزية وبنوك إسلامية، ومؤسسات مالية غير مصرفية وأفراد في الغالب يكتتبون بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة ذات الغرض المحدد<sup>1</sup>.

تاسعا- هيئة الرقابة الشرعية: لها دور رئيسي في إصدار الصكوك الإسلامية ورأيها يعتبر الحجر الأساس في تزكية الموافقة على طلب الإصدار، تتكون من خمسة خبراء في فقه المعاملات المالية الإسلامية منسبين من لجنة الإفتاء ونطاق عملهم بحسب القانون هي كالتالي:

- 1- إبداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الإسلامي المراد إصدارها.
- 2- التحقق من استمرار التعامل في صكوك التمويل بالإسلامي من الإصدار إلى الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: آليات إصدار الصكوك الإسلامية

تتضمن عملية إصدار الصكوك إجراءات فنية وضوابط شرعية تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب فيها ثم ترافق عمليات التداول من البيع والشراء والرهن والإجارة وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

#### أولاً: إصدار الصكوك

تشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو ترتيب الإصدار، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، ولكن الوضع الطبيعي أن تقع على النحو التالي<sup>3</sup>:

1- إعداد التصور والهيكل التنظيمي: الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة. وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك، وهي إما من طرف الممول (البنوك مثلا) أو من طرف المستفيد من التمويل<sup>4</sup>.

2- تمثيل حملة الصكوك: من خلال تأسيس شركة ذات أغراض خاصة تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة، بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد أيوب: النظام المالي في الإسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا أنترناشيونال للنشر- بيوت-، لبنان، 2009، ص: 619.

<sup>2</sup> خولة فريز النوباني: آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص: 32.

<sup>3</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سابق، ص: 42.

<sup>4</sup> زاهرة علي محمد بني عامر: التصكيب ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص: 108.

<sup>5</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سابق، ص: 42.

- 3- طرح الصكوك للاكتتاب: بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك<sup>1</sup>.
- 4- تسويق الصكوك: ويتم إما بالطرح مباشرة للجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك، ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها إلى الجمهور<sup>2</sup>.
- 5- التعهد بتغطية الاكتتاب: قد لا يتم الاكتتاب بكامل الإصدار من الصكوك، مما يستدعي وجود جهة تلتزم بتغطية الاكتتاب بهذا الجزء غير المكتتب به، ومن ثم بيعه للمستثمرين الآخرين<sup>3</sup>.

#### ثانيا: بيع وشراء الصكوك

بما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحامله التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضية عليها بينه وبين المشتري، سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر أو أقل، ولكن بشروط وضوابط.

#### ثالثا: إجارة الصكوك

لا يجوز إجارة الصكوك سواء كانت تمثل سلعا أو منافع أو أعيانا وذلك للأسباب التالية:

- 1- إذا كانت الصكوك تمثل نقودا فإن تأجيرها في هذه الحالة لا يجوز، لأن إجارة النقود من باب الربا المنهي عنه.
- 2- إذا كانت الصكوك تمثل أعيانا (سلعا، عقارات) فيشترط لصحة عقد الإجارة القدرة على تسليم المعقود عليه ليتمكن المستأجر من استيفاء المنفعة، وتسليم العين التي تمثلها الصكوك متعذر لأن المساهم ليس له الحق في المطالبة بالعين التي يمثلها صكه للانتفاع بها، فمن باب أولى لا يستطيع أن يملك منفعة العين لغيره.
- 3- إذا كانت الصكوك تمثل ديونا وكانت الديون في أصلها نقودا فيشترط في إجارتها ما يشترط في الصرف، وإذا كانت الديون في أصلها سلعا ويتعذر تسليم الأعيان، وبالتالي لا يجوز إجارة الصكوك التي تمثل ديون.

#### رابعا: رهن الصكوك

كل ما جاز بيعه جاز رهنه ومن ذلك الصكوك، فطالما جاز بيعها جاز رهنها.

والرهن هو حبس الشيء بحق يمكن استيفاءه كلا أو بعضا، لذلك هو أداة من أدوات توثيق الدين وقد شرع الإسلام الرهن لضمان حق الدائن، قال تعالى: "وَإِنْ كُنْتُمْ عَلَىٰ سَفَرٍ وَلَمْ تَجِدُوا كَاتِبًا فَرِهَانٌ مَّقْبُوضَةٌ

<sup>1</sup> زاهرة علي محمد بني عامر: مرجع سابق، ص: 109.

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: مرجع سابق، ص: 246.

<sup>3</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي- عمان، الأردن يومي 01-02 ديسمبر 2010، ص: 3.

فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُمْ بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا تَكْتُمُوا الشَّهَادَةَ  
وَمَنْ يَكْتُمْهَا فَإِنَّهُ آثَمُ قَلْبُهُ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ عَلِيمٌ " البقرة: 283

ولكن إساءة استخدام الرهن يفضي إلى الربا المحرم، ومن أجل ذلك اشترط الشرع عدة شروط في الرهن.

#### خامسا: إطفاء الصكوك

يقصد بإطفاء السندات المحرمة شرعا دفع قيمتها الاسمية مع فوائدها الربوية في تواريخها التي تحددها النشرة.

أما إطفاء صكوك الاستثمار، فهو استرداد لمال المضاربة من قبل رب المال في صكوك المقارضة أو استرداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار.

#### سادسا: تحول الصك إلى سهم

بما أن الأصل في الشركات التي هي نوع من أنواع معاملات الإباحة، فلا يوجد مانع شرعي يحول دون تحول من نوع إلى آخر.

وبما أن كل من الصكوك والأسهم المباحة شرعا يمثل نوعا من أنواع الشركات المباحة شرعا، ومنه فإن تحويل الصكوك إلى أسهم جائز شرعا ضمن ضوابط وشروط إصدار كل منها. ويتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من ممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أسامة عبد الحلیم الجورية: مرجع سابق، ص: 44- 49.

## المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، وتختلف هذه الصكوك باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية.

وبحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، فإنه يوجد نحو أربعة عشر نوعاً من إصدارات الصكوك، غير أننا سنكتفي في هذا الجزء بالتطرق إلى أنواع الصكوك الأكثر أهمية بالنسبة لموضوع الدراسة.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

**المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة.**

**المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع.**

**المطلب الثالث: الصكوك القائمة على الإجارة.**

### المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة

#### الفرع الأول: صكوك المضاربة (المقارضة)

**أولاً: تعريفها**

هي الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشيوخ المتبقية من الأرباح الصافية<sup>1</sup>.

وتعرف كذلك على أنها: اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال ويسمى رب المال بينها يقدم الآخر العمل، على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقاً لنسب يرضي عنها الطرفين عند التعاقد. وهي بذلك تختلف عن الربا في أن العائد غير محدد سلفاً كنسبة من رأس المال وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجري: صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ماي 2005، ص: 910.

<sup>2</sup> نادية أمين محمد علي: صكوك الاستثمار الشرعية - خصائصها وأنواعها-، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ماي 2005، ص: 989.

## ثانياً: خصائصها

من أهم خصائص صكوك المضاربة ما يلي<sup>1</sup>:

- 1- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية، تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.
- 2- تمثل صكوك المقارضة حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحامها فرصة الحصول على أرباح (إن وجدت) وبصورة غير محددة ابتداءً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.
- 3- قابلة للتداول طالما تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للشرع، وتطبق عند تداول الأحكام التالية:
  - أ- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً، فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد، وتطبق عليه أحكام الصرف.
  - ب- إذا كان مال المضاربة ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.
  - ت- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضي عليه.

## ثالثاً: أنواعها

يمكن إصدار صكوك المضاربة على نوعين<sup>2</sup>:

### 1- صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل:

تكون مدتها عشر سنوات أو عشرين سنة ولا تكون مخصصة لمشروع معين، وإنما يخول المضارب في استثمارها في أي مشروع وتبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسارة إن حدثت. وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنوياً على أصحاب هذه الصكوك.

### 2- صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل:

وتكون بنفس الشروط السابقة ولكن يتم الاتفاق فيها على نوعية المشروع الممول (تجاري، صناعي زراعي...)، ويمكن أن تحدد بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع، والذي قد يكون أحياناً متوسط أو قصير الأجل.

<sup>1</sup> حسني علي خريوش: دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية (دليل المصارف الإسلامية الأردنية)، ورقة عمل

مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص: 13-14.

<sup>2</sup> شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير: انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع

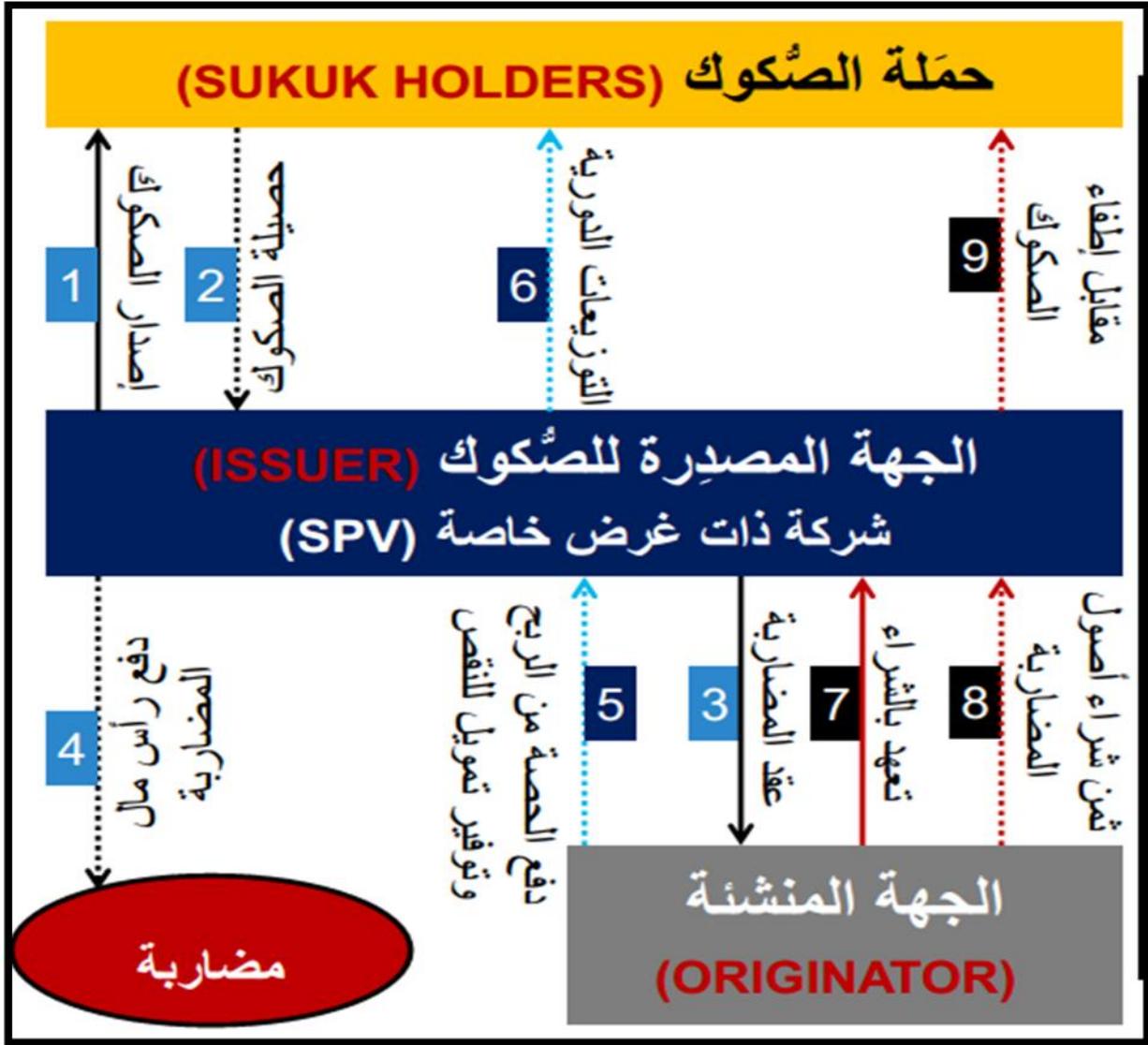
ورهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي - غرداية-، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص:

#### رابعاً: إجراءات إصدار صكوك المضاربة

- فيما يتعلق بإجراءات إصدار صكوك المضاربة فإنها تمر بالخطوات التالية<sup>1</sup>:
- 1- يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
  - 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
  - 3- يبرم المصدر (رب المال) عقد المضاربة مع الجهة المنشئة (مضارب) التي تحتاج السيولة.
  - 4- يقوم المصدر بدفع رأس مال المضاربة من حصيلة الصكوك للجهة المنشئة.
  - 5- تدفع الجهة المنشئة (المضارب) حصة الصكوك من ربح المضاربة.
  - 6- يقوم المصدر بتسلم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
  - 7- تصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء أصول الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
  - 8- يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
  - 9- يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك. والشكل الموالي يوضح ذلك:

<sup>1</sup> أسيد الكيلاني: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية المدرسة العليا للتجارة، معهد البحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، يومي: 08-09 ديسمبر 2013، ص: 18.

الشكل رقم (1-1): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: أسيد الكيلاني: مرجع سابق، ص: 18.

## الفرع الثاني: صكوك المشاركة

### أولاً: تعريفها

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك<sup>1</sup>.

وتعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً، وهي مشابهة كثيراً لصكوك المضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في صكوك المضاربة أن المال كله من طرف (أو مجموعة أطراف) بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكاً لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة متشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة<sup>2</sup>.

### ثانياً: خصائصها

من أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي<sup>3</sup>:

- 1- ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.
- 2- يمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي.
- 3- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

### ثالثاً: أنواعها

تنقسم صكوك المشاركة إلى عدة أنواع نذكر منها ما يلي:

#### 1- صكوك المشاركة الدائمة:

وهي تشبه كثيراً نظام الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك الاكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة، حيث يمكن للمصدر أن يوسع نشاطه أو ينشئ مشروعاً موازياً فيقوم- باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بقسط من رأس المال والباقي يطرح للاكتتاب.

#### 2- صكوك المشاركة المحدودة:

وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ وتكون نهايتها وفق لإحدى الصورتين:

<sup>1</sup> كمال توفيق خطاب: الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009، ص: 13.

<sup>2</sup> نادية أمين محمد علي: مرجع سابق، ص: 990.

<sup>3</sup> هناء محمد هلال الحنبطي: دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع الاقتصادي الراهن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص: 50.

#### أ- صكوك المشاركة المستردة بالترج:

حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقا لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد.

#### ب- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتبهة بالتصكيك إلى المصدر):

وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، مثلا عند قيام مشروع حفر منجم في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات<sup>1</sup>.

#### رابعاً: إجراءات إصدار صكوك المشاركة

فيما يتعلق بإجراءات إصدار صكوك المضاربة فإنها تمر بالخطوات التالية<sup>2</sup>:

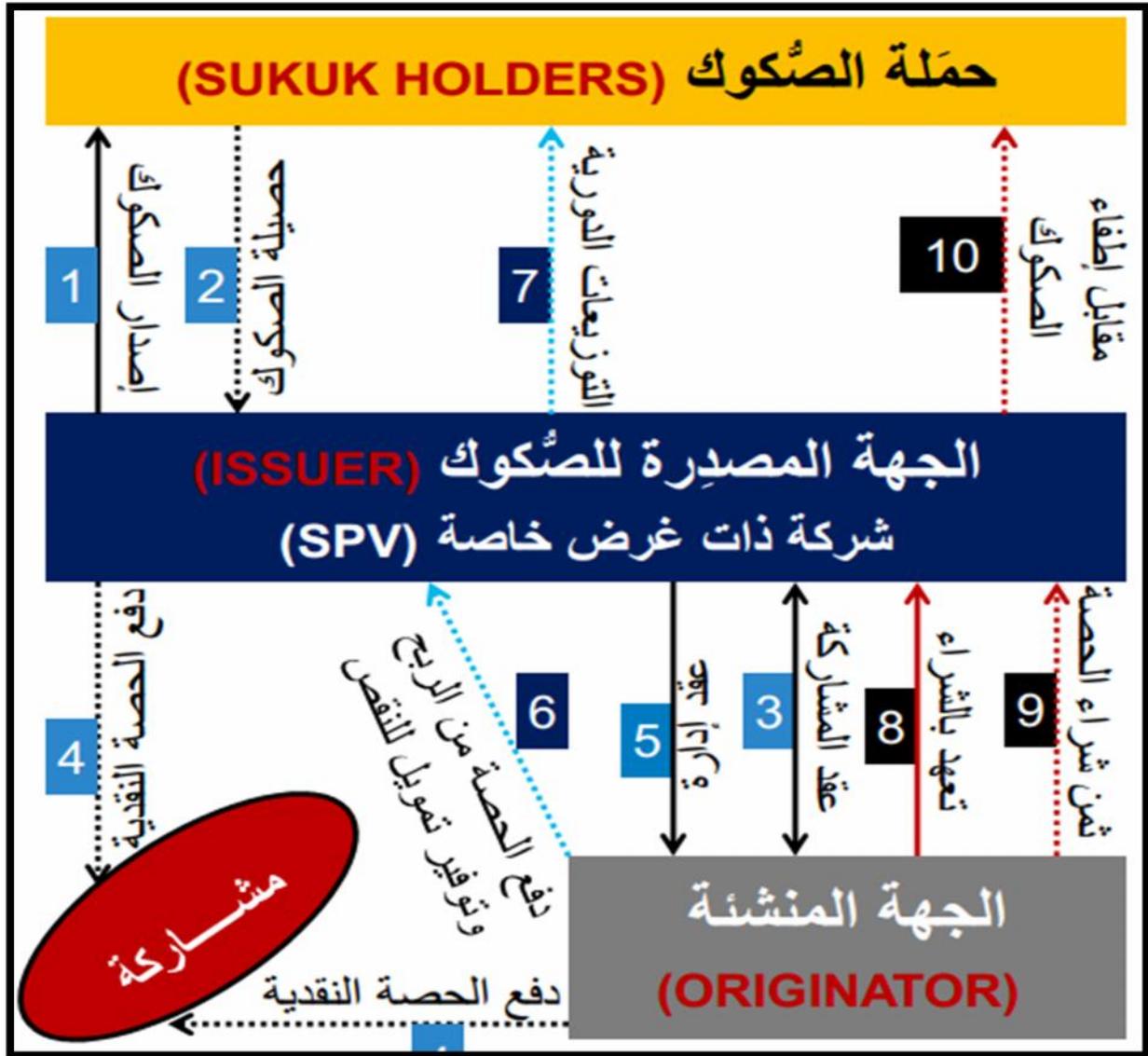
- 1- يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
- 3- يبرم المصدر (شريك) عقد المشاركة مع الجهة المنشئة التي تحتاج السيولة.
- 4- يقوم المصدر (شريك) بدفع حصة الصكوك النقدية في رأس مال المشاركة من حصيلة الصكوك للجهة المنشئة التي تدفع حصتها النقدية أيضا.
- 5- يبرم المصدر (شريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
- 6- تدفع الجهة المنشئة (المدير) حصة الصكوك من ربح المشاركة.
- 7- يقوم المصدر بتسلم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
- 8- تصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهدا بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
- 9- يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
- 10- يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، ربيع مسعود: أدوات الدين وبيادئها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ..ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي 23- 24 فيفري 2011 ص: 11.

<sup>2</sup> أسيد الكيلاني: مرجع سابق، ص: 14.

والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (1-2): هيكل صكوك المشاركة



المصدر: أسيد الكيلاني: مرجع سابق، ص: 14.

### الفرع الثالث: صكوك المزارعة

#### أولاً: تعريفها

تحمل هذه الصكوك قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكاها أو مالك منافعها، والمكنتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل والمكنتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض<sup>1</sup>. بالإضافة إلى صكوك المزارعة هنالك صكوك أخرى:

❖ **صكوك المساقاة:** وهي 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 العقد.

❖ **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<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث العدد 09 / 2011 - ورقة-، الجزائر، ص: 257.

<sup>2</sup> حكيم براضية: التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010 / 2011، ص: 90.

## المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع

### الفرع الأول: صكوك السلم

#### أولاً: تعريفها

تقوم فكرة صكوك السلم أساساً على عقد السلم، والسلم كما هو معروف بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، أو أنه عقد على موصوف في الذمة، ويجوز أن يكون الثمن نقوداً أو غيرها، ويشترط فيه تعجيل الثمن وعدم تأخيره أكثر من ثلاثة أيام، وأن يكون الأجل معلوماً إما تحديداً، أو حسب العرف كالحصاد، والمقدار محددًا وزناً أو كيلاً أو عدداً.

والسلم يمكن أن يكون في جميع المعادن والسلع، وكذلك يمكن أن يكون رأس مال السلم نقداً أو سلعة أو طعاماً أو حيواناً.

المصدر لصكوك السلم هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هو ثمن سلعة الشراء (رأس مال السلم) ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها<sup>1</sup>.

وتتميز صكوك السلم بما يلي<sup>2</sup>:

- 1- تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد.
- 2- توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية.
- 3- ضمان الحصول على السلعة وقت احتياجاتها بسعر مناسب.

#### ثانياً: آليات إصدار صكوك السلم

تتم آليات إصدار صكوك السلم وفق الإجراءات التالية:

- 1- قيام البنك المركزي بدعوة البنوك والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة ينفذها البنك نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك بسعر عاجل، يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع السلعة عند حلول الأجل.
- 2- قيام البنك المركزي بصفته مدير لمحفظة صكوك السلم بتوقيع العقد مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة.
- 3- تحديد أحد البنوك ليوقع مع البنك المركزي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة.

<sup>1</sup> فؤاد محمد أحسن محسن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة مقدمة للدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي - الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، يومي 26-30 أبريل 2009، ص: 26-27.

<sup>2</sup> هناء محمد هلال الحنيطي: مرجع سابق، ص: 51.

4- عند انتهاء أجل السلم يقوم البنك المركزي بتحصيل قيمة السلع موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: صكوك الاستصناع

#### أولاً: تعريفها

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، ومصدرها هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترين للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها<sup>2</sup>.

#### ثانياً: خصائص صكوك الاستصناع

1- إن صكوك الاستصناع تصدر خاصة لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة.

2- إن صكوك الاستصناع يتم إصدارها على أساس عقد الاستصناع المعروف في الفقه الإسلامي فعلى هذا تخضع لجميع أحكامه.

3- تترتب على إصدار صكوك الاستصناع جميع آثار عقد الاستصناع وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.

#### ثالثاً: أنواعها

1- تنقسم صكوك الاستصناع من حيث جهة الإصدار إلى:

أ- صكوك الاستصناع الحكومية: وهي صكوك الاستصناع الحكومية التي تصدرها الحكومة أو من يقوم مقامها.

ب- صكوك الاستصناع الأهلية: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها من قبل الهيئات والمؤسسات الأهلية غير الحكومية مثل الشركات والمصارف والمؤسسات المالية الأهلية وغيرها.

2- من حيث مستوى الإصدار تنقسم إلى:

أ- صكوك الاستصناع المحلية: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها على المستوى المحلي ويكون الاكتتاب والتداول في حدود دولية معينة.

<sup>1</sup> زواق الحواس: كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة المسيلة، يومي 05-06 ماي 2014، ص: 23-24.

<sup>2</sup> بروودي نعمة: التصكيب الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص: 4-5.

ب- صكوك الاستصناع الدولية: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها على المستوى الدولي ويكون الاكتتاب والتداول دوليا وعالميا.

3- من حيث الأجل تنقسم إلى:

أ- صكوك الاستصناع قصيرة الأجل: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها، ويتم استخدام حصيلتها في مشروع قصير الأجل، وغالبا لا تتجاوز مدته سنة واحدة.

ب- صكوك الاستصناع متوسطة الأجل: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها ويستخدم حصيلتها في مشروع متوسط الأجل، ومدته من سنة واحدة إلى 5 سنوات.

ت- صكوك الاستصناع طويلة الأجل: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها ويستخدم حصيلتها في مشروع طويل الأجل ومدته خمس سنوات فأكثر<sup>1</sup>.

رابعا: آليات صكوك الإستصناع

يتم إصدار هذه الصكوك كما يلي<sup>2</sup>:

يعلن البنك الإسلامي عن إصدار صكوك لتمويل بناء عقارات مثلا بطريقة الاستصناع، وبما أن البنك يكون قد قام بتقدير تكلفة المشروع وتحديد هامش الربح بالاتفاق مع المستفيد من هذا العقار فإنه بإمكانه تحديد العائد الذي يمكن توزيعه على أصحاب هذه الصكوك، والتي يستحسن أن تحدد مدتها بفترة بناء أو إنجاز العقار تقريبا، وبعد عملية الاكتتاب والحصول على الأموال يتم إنجاز المشروع ثم بيعه إلى المستفيد الذي يكون قد اتفق مع البنك على الشراء بعقد لازم كما يؤكد على ذلك الفقهاء، وبهذا يتم استرجاع الأموال مع هامش الربح المتفق عليه، وبعد أن تتم هذه العمليات في نهاية المدة المتفق عليها يتم استرجاع أصحاب الصكوك لأموالهم مع العائد المتفق عليه، وإذا كان البنك اتفق مع المستفيد على السداد بالأقساط فيمكن أن يكون استرجاع هذه الصكوك مع العائد على شكل أقساط أيضا.

<sup>1</sup> موسى بلا محمود: صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية يومي 15-

16 جوان 2010، ص: 5- 6.

<sup>2</sup> شوكمال عبد الكريم، برا هيمي سمير: مرجع سابق، ص: 15.

### الفرع الثالث: صكوك المربحة

#### أولاً: تعريفها

المربحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (المصرف مثلاً) والمشتري. إن إمكانية استصدار صكوك المربحة ممكن فقط في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المربحة، بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفاً للشريعة، لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلاً، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء<sup>1</sup>.

المصدر لصكوك المربحة هو البائع لبضاعة المربحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المربحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة، ويستحقون ثمن بيعها<sup>2</sup>.

#### ثانياً: آليات إصدار صكوك المربحة

يتم إصدار صكوك المربحة وفق الخطوات التالية<sup>3</sup>:

- 1- تقديم العميل لوعده بشراء سلعة بمواصفات محددة.
- 2- قيام المصرف الإسلامي بـ:
  - أ- تحديد قيمة السلعة المطلوبة.
  - ب- طرح صكوك المربحة بقيمة السلعة المطلوبة.
  - ت- تملك السلعة لأصحاب الصكوك.
  - ث- بيع السلعة للواعد بالشراء - على أساس الوكالة - عن طريق أقساط، ووفق ربح معلوم ومحدد.

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي: الأزمات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010، ص: 208 - 209.

<sup>2</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 241.

<sup>3</sup> لعمش آمال، مرجع سابق، ص: 109.

## المطلب الثالث: الصكوك القائمة على الإجارة

### الفرع الأول: تعريف صكوك الإجارة

هي وثائق ذات قيمة متساوية عند إصدارها ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أو خدمات من عين معينة أو موصوفة في الذمة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: خصائصها

لقد ذكر بعض الاقتصاديين أن لصكوك الإجارة مزايا وخصائص جمة- يمكن أن تجعلها أساساً مهماً في السوق التمويلية الإسلامية- منشؤها طبيعة ومقتضى عقد الإجارة في النظر الشرعي، وكذا التكيف الفقهي للصكوك باعتبارها تمثل حصصاً في ملكية أعيان مؤجرة وأهم هذه الخصائص:

### أولاً: خضوعها لعوامل السوق

وذلك أن هذه الصكوك تمثل ملكية أعيان (أصول عينية معمرة، وأعيان استعمالية) والأعيان تخضع في تقويم أثمانها لعوامل السوق، وتتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فإن قيمة صكوكها ترتفع تبعاً لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها<sup>2</sup>.

### ثانياً: مرونتها

إذ لا يخفى أن هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث التنوع في الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها، أم من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن فيها صياغة صكوك الإجارة.... الخ<sup>3</sup>.

### ثالثاً: استقرار السعر وثبات العائد

عند مقارنة صكوك الإجارة بغيرها من الأوراق المالية يظهر بجلاء أن معظم صور هذه الصكوك تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر، والثبات في العائد، وبدرجة عالية أيضاً من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك، كما أنها ترتبط ارتباطاً مباشراً بالأعيان والمنافع، أي بدورة الإنتاج والتوزيع للسلع الاقتصادية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حامد بن حسن بن محمد علي ميرة: صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان للنشر والتوزيع، بنك البلاد، السعودية، ط1، 2008، ص: 59.

<sup>2</sup> نزيه حامد: في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة- قراءة جديدة-، دار القلم- دمشق-، سوريا، ط1، 2007، ص: 319- 321.

<sup>3</sup> منذر قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم(28)- جدة-، السعودية، ط2، 2000، ص: 72.

<sup>4</sup> نزيه حامد: مرجع سابق، ص: 320- 321.

### الفرع الثالث: أنواعها

من خلال التعريف السابق يتبين أن لصكوك الإجارة ثلاثة أنواع إما أن تكون شهادات ملكية لأعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وذلك على النحو التالي:

#### أولاً: ملكية لأعيان مؤجرة

وهي تمثل سندات ملكية لعين قد تكون أرضاً أو عقاراً أو آلة أو مصنعا...الخ، وتكون العين المملوكة مؤجرة، فهي تذر عائداً محدداً بعقد الإجارة<sup>1</sup>. ولهذا النوع من الصكوك صورتان: الصورة الأولى: أن يملك شخصاً (طبيعياً أو معنوياً) مصنعا أو عقاراً مؤجراً أو موعوداً بإستجاره يرغب في بيعه من خلال صكوك استثمارية فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة، ويجعل من قيمة الثمن صكوكاً متساوية القيمة يطرحها للاكتتاب.

الصورة الثانية: أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر موجود أصلاً عند التعاقد وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيره<sup>2</sup>.

#### ثانياً: صكوك ملكية المنافع

وهي أنواع، وتسمى أيضاً بصكوك إجارة المنافع.

#### 1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:

وهي نوعان:

أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه، أو عن طريق وسيط مالي بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.  
ب- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه، أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

#### 2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005، ص: 331.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 62.

<sup>3</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 238.

### ثالثاً: صكوك ملكية الخدمات

وهي نوعان:

#### 1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

#### 2- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسليمها) واستيفاء الأجرة من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك<sup>1</sup>.

#### رابعاً: آليات إصدار صكوك الإجارة

تتم آليات إصدار صكوك الإجارة وفق المراحل التالية:

- 1- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك إسلامية متساوية القيمة.
- 2- يسدد المستثمرين قيمة تلك الصكوك نقداً وبالتالي تصبح الشركة ذات الغرض الخاص بمثابة وصي عنهم.
- 3- بعد إتمام عملية الاكتتاب يقوم كل من المنشئ والشركة ذات الغرض الخاص بترتيبات شراء وبيع الموجودات فيما بينها.
- 4- تدفع الشركة ذات الغرض الخاص للمنشئ قيمة مشترياتها من الموجودات.
- 5- تقوم بتأجير تلك الموجودات للمنشئ.
- 6- يقوم بعدها المنشئ (كمستأجر) بتسديد قيمة دفعات الإيجار للمصدر (كمؤجر)، وذلك خلال فترات منتظمة.
- 7- عند تلقي المصدر قيم الدفعات الدورية من المنشئ (كمستأجر) يقوم بدفعها إلى المستثمرين.
- 8- في نهاية مدة هذه الصكوك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع الموجودات إلى المنشئ الذي يقوم بدوره بتنفيذ وعده بإعادة الشراء.
- 9- عندها يدفع المنشئ (كمستأجر بإعادة الشراء) لسعر التنفيذ.
- 10- توزيع الشركة ذات الغرض الخاص حسيلة بيع الموجودات على المكتتبين.
- 11- يدخل المنشئ في اتفاقية وكالة الخدمة لتنفيذ بعض الالتزامات بموجب عقد الإيجار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> شالور وسام: صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص: 8-9.

<sup>2</sup>Dubai international financial centre: **sukuk Guide book**, Dubai, November : 2009 , p 14-15

## المبحث الثالث: ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

نظرا لاتساع تطبيق الصكوك الإسلامية عالميا والإقبال المتزايد عليها، وما يثار حولها من ملاحظات وتساؤلات فقد وضعت ضوابط شرعية لإصدارها وتداولها، وهذه الضوابط لا بد من التقيد بها لضمان عدم انحراف الصكوك في أي مرحلة من مراحلها.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

**المطلب الأول:** الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

**المطلب الثاني:** حجم إصدار الصكوك الإسلامية.

**المطلب الثالث:** أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية.

### المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

إن إصدار الصكوك الإسلامية محكوم بضوابط شرعية عامة، تنطبق على جميع عمليات التصكيك نبينها فيما يلي:

#### الفرع الأول: عند إصدار الصكوك

**أولا:** يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعا وقانونا، سواء أكانت أعيانا، أم منافع أم خدمات، وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم(17) بشأن صكوك الاستثمار. ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبيقها في موجوداته.

**ثانيا:** لا يجوز أن تمثل الصكوك للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل.

**ثالثا:** لا يجوز لمدير الصكوك، سواء أكان مضاربا أم وكيفا بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع.

**رابعا:** لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك، أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها<sup>1</sup>.

**خامسا:** يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على أن لا يكون مضاربا أو وكيفا بالاستثمار.

<sup>1</sup> عبد البارئ مشعل: الصكوك الإسلامية- رؤية مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز- جدة، السعودية، يومي 24- 25 ماي 2010، ص: 4.

سادسا: يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة، وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقا للمعايير الشرعية<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: عند تحديد سعر الأصول

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية لتسهيل عملة تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك، وقرر أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا تتجاوز 1,33 مرة من قيمة السوق وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0,67 مرة من قيمة السوق أي أن:  $0,67 < \text{سعر بيع الأصول} < 1,33$ <sup>2</sup>.

#### الفرع الثالث: عند استخدام متحصلات الاكتتاب

أولا: يمكن استخدام المتحصلات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية ما دامت الأدوات المستخدمة موافقة للشريعة الإسلامية، كما أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها شرعا.

ثانيا: يمكن كذلك استخدام هذه المتحصلات في العمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية، طالما أنها لا تنطوي على أي أنشطة وأدوات مخالفة للشرع.

ثالثا: تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.

رابعا: العائد بمثابة الربح وليس الربا.

خامسا: استعمال رأس مال الصكوك في ما يتوافق مع أحكام الشريعة اعتمادا على المبادئ التي قررتها الرقابة الشرعية<sup>3</sup>.

#### الفرع الرابع: عند تداول الصكوك

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعا، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثّلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيودا على التصرفات في العروض

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي: بيع الصكوك لحاملها - دراسة فقهية اقتصادية، ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة - جدة،

السعودية، يومي 13-14 ديسمبر 2011، ص: 51.

<sup>2</sup> حكيم براضية: مرجع سابق، ص: 97-98.

<sup>3</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: مرجع سابق، ص: 244.

إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر)، أو شاب التعاقد ظلم أو غش إلى آخره، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة.

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما نعرفه من أحكام عقد الصرف، كذلك التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم الدين بالدين، وتحريم الدين بدين أكثر إلى أجل أطول إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية.

والخلاصة هي أن المبدأ الذي تستقيه من أحكام المعاملات في الشريعة التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقيد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: حجم إصدار الصكوك الإسلامية

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشارا وازدهارا واسعا لا يقتصر على العالم العربي والإسلامي فحسب، إذ أصبح الاستثمار المنسجم مع الشريعة الإسلامية متاحا للجميع في مختلف أنحاء العالم وتعتبر الصكوك أبرز الأدوات في هذا المجال باعتبارها واحدة من أسرع الأدوات المالية الإسلامية نموا في العالم.

### الفرع الأول: تطور الصكوك الإسلامية عالميا

شهدت الصكوك الإسلامية نموا استثنائيا في السنوات الأخيرة حتى أصبحت الشريحة الأسرع نموا في سوق التمويل الإسلامي، حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية عام 2007م مبلغ 97,3 مليارات دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي.

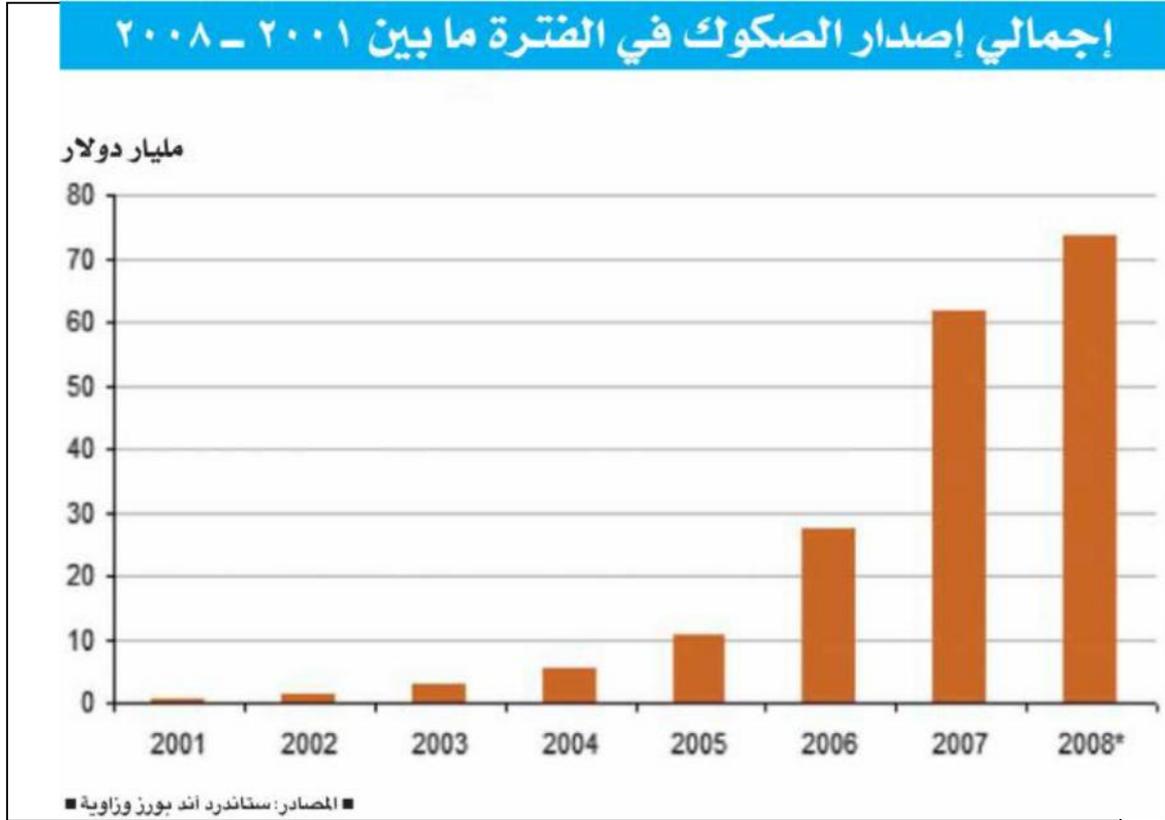
وإزداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71% ليبلغ 32,65 مليار دولار عام 2007م، مقارنة بعام 2006. وارتفع عدد إصدارات الصكوك من 109 عام 2006 إلى 119 عام 2007م، بينما زاد متوسط حجم الصفقات من 175 مليون دولار عام 2006 إلى 269,8 مليار دولار عام 2007، حيث تم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، وبلغت 31% من الحجم الإجمالي، تلتها العقارات بنسبة 25%، والطاقة والخدمات بنسبة 12%. وفي الوقت نفسه عززت صكوك المشاركة مركزها كبنية الصكوك المهيمنة من ناحية حجم الإصدار بإصدارات بلغت 12,9 مليار دولار، تلتها صكوك الإجارة بإصدارات بلغت 10,13 مليار دولار، لكن صفقات صكوك الإجارة المصدرة وصلت إلى 54 مقارنة ب 22 إصدارا لصكوك المشاركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009، ص: 24- 25.

<sup>2</sup> أشرف محمد دوابة: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية، الواقع... وتحديات المستقبل- صنعاء- الجمهورية العربية اليمنية، يومي 20- 21 مارس 2010، ص: 2.

وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة من 2001 إلى 2008:

الشكل رقم(1-3): تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا(2001-2008)



المصدر: براضية حكيم: مرجع سابق، ص: 144.

من خلال الإحصائيات المتوفرة والشكل السابق الذي يبين تطور حجم الصكوك الإسلامية من

2001 إلى غاية 2007 والحجم المقدر لسنة 2008 يستخلص الآتي:

أولاً: حجم الإصدار الكلي للصكوك في تزايد مستمر.

ثانياً: ارتفع عدد إصدارات الصكوك الإسلامية من 109 سنة 2006 إلى 119 سنة 2007.

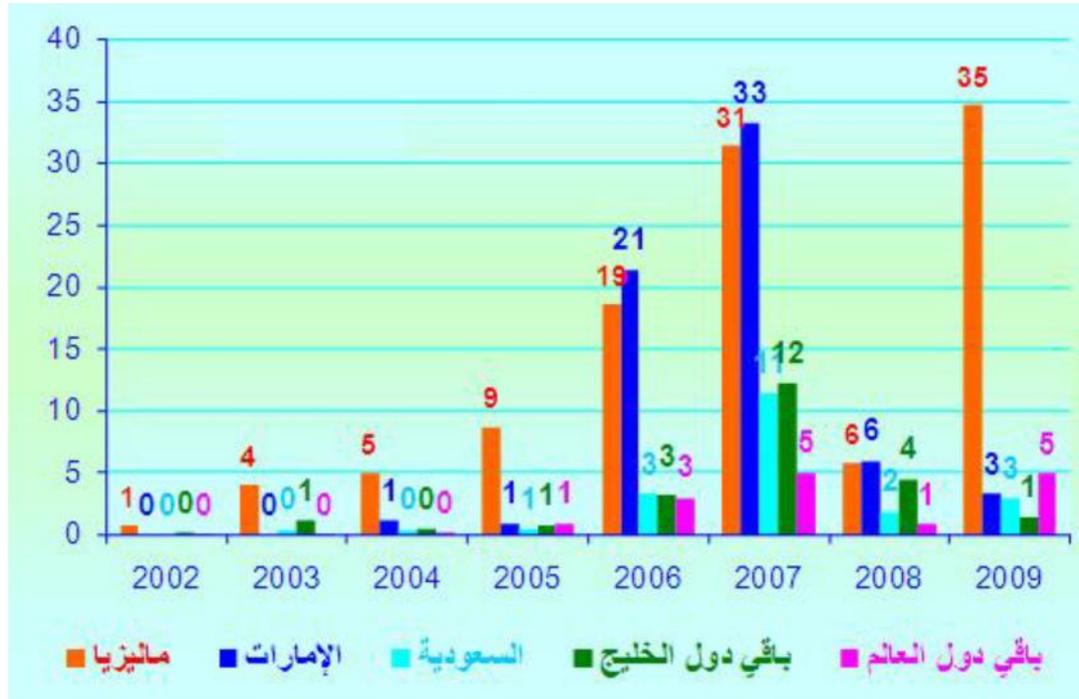
ثالثاً: غالبية الإصدار كان لدولة ماليزيا ودول الخليج العربي.

رابعاً: الحصة الأكبر لإصدار الصكوك كانت لقطاع الخدمات المالية بنسبة 31%.

**الفرع الثاني: أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم**

هذا، وفيما يلي أكبر المصدرين للصكوك في العالم.

**الشكل رقم(1-4): أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم**



**المصدر:** معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد: أسواق الصكوك الإسلامية و كيفية

الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز - جدة-، المملكة العربية

السعودية يومي 24- 25 ماي 2010 ص: 292.

من خلال الشكل السابق يتبين أن تاريخ الصكوك بدأ في ماليزيا منذ عام 2002 ونما حجم إصدارها

بمعدلات مرتفعة، واستمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام 2006.

وذلك راجع للخبرة التي اكتسبتها ماليزيا وتطور قطاعها المالي الذي ساعدها كثيرا في احتلال هذا المركز

والسبق في الإصدار. وفي عام 2007 تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتوقفت على ماليزيا

بفارق قليل، وجاءت السعودية بعد ماليزيا في الترتيب وبفارق كبير. وفي عام 2008 بقيت الإمارات في

الصادرة، وقل الفارق بينهما وبين ماليزيا، كما حلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث. وفي عام

2009 عادت ماليزيا إلى الصدارة، ودفعت مشاكل السيولة في الإمارات إلى تخلفها في الترتيب<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد: أسواق الصكوك الإسلامية و كيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم،

جامعة الملك عبد العزيز - جدة-، المملكة العربية السعودية يومي 24- 25 ماي 2010 ص: 291.

## المطلب الثالث: أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية

التداول لغة:

"هو التناول والانتقال من حال إلى حال".

أما التداول اصطلاحاً:

فهو "انتقال حق تملك الشيء من يد إلى أخرى، كانتقال السلع والبضائع والنقود بين التجار والبايعين والمشتريين".

والمقصود بتداول الصكوك هو: التصرف في الحق الشائع الذي يمثل الصك، بالبيع أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية<sup>1</sup>.

يحكم تداول الصكوك الإسلامية مجموعة من الضوابط تابعة لطبيعة الموجودات التي أحيانا نجدها خليطاً من نقود وديون وأعيان ومنافع أو حقوق معنوية، ونتيجة لذلك تختلف أحكام التصرف في هذه الصكوك وفقاً لنوعية تلك الموجودات كمايلي:

### الفرع الأول: إذا كانت أكثر الموجودات نقوداً

وتكون الموجودات غالباً نقوداً في عدة حالات:

**أولاً:** عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلم جهة الإصدار للأموال المكتتب فيها أي أثناء فترة الاكتتاب.

**ثانياً:** عند بداية التشغيل، إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها إلى عمليات استثمارية (أصول ومنافع). وفي هذه الحالات التي تكون فيها الموجودات نقوداً سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها، فإنه لا يجوز تداول الصكوك بالبيع والشراء وفقاً لأحكام الشريعة الخاصة بمبادلة نقد بنقد، فإنه ليس للمشارك في المشروع في هذه المرحلة أن يطالب بأي ربح إذا رغب في بيع الصكوك التي في حوزته، ولا يجوز أن تباع إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص، ويعتبر هذا البيع إقالة أو فسخاً للاكتتاب وليس عقداً جديداً.

### الفرع الثاني: إذا كانت أكثر موجودات المشروع ديوناً

تكون موجودات المشروع ديوناً إذا توجه المشروع باستثماراته إلى عمليات البيع الآجل، سواء بيع المساومة أو المرابحة أو في عمليات بيع السلم، فالمشروع حينما يشتري بضائع وأصول، ثم يبيعهها بالآجل، يجعل مكوناته ديوناً في ذمة المتعامل معه، كما أن قيام المشروع بدفع رأس ماله في بيع السلم يجعل مكوناته -أيضاً- ديوناً، لأن المسلم فيه قبل قبضه يعتبر ديناً في ذمة البائع. وفي هذه الحالة تمثل الصكوك ديوناً، ولا يجوز تداولها وفقاً لرأي الجمهور<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> موسى بلا محمود: مرجع سابق، ص: 13.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 35-36.

### الفرع الثالث: إذا كانت الموجودات أعيانا أو منافع أو حقوق معنوية

والمراد ألا يكون من موجودات الشركة أو الصندوق أو المشروع الاستثماري الذي تمثله الورقة المالية نقد ولا دين.

ويشمل ذلك واحدا أو أكثر من أنواع الأصول الثلاثة الآتية:

**أولا- الأعيان:** وهي ما يعبر عنها بلغة المحاسبة الحديثة ب"الأصول الحقيقية" وتشمل:

**1- الأصول غير المتداولة (عروض القنية)** وهي إما أن تكون:

أ- عقارات: كالأراضي والمباني ونحو ذلك.

ب- المنقولات: كالسيارات المعدة للاستخدام، والأجهزة والأثاث وغير ذلك.

**2- الأصول المتداولة غير المالية (عروض التجارة):** وهي العروض المعدة للبيع سواء كانت منتجات زراعية أو صناعية أو تجارية أو غير ذلك.

**ثانيا- المنافع:** ويقصد بها الفوائد العرضية التي تستفاد من الأعيان بطريق استعمالها كسكنى المنازل وركوب السيارة.... الخ، فالمنافع تكتسب من الأعيان بواسطة استعمالها وهي الهدف من ملكية الأعيان وغايتها في الحقيقة فليس تملك الأعيان إلا لأجل الحصول على منافعها، غير أن ملك المنفعة قد يكون مستقلا ومنفصلا عن ملك مصادرها من الأعيان فيملك منفعة العين من لا يملك العين.

**ثالثا- الحقوق المعنوية:** وتشمل هذه الحقوق الاسم التجاري، والرخصة التجارية، وعقد الترخيص والتصريح بالاكنتاب والتداول، والدراسات السابقة لنشأتها وكلفة المخاطرة وكفاءة الإدارة وجودتها وغير ذلك<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: إذا كانت الموجودات خليطا من (النقود، والديون، والأعيان والمنافع)

وفي هذه الحالة تمثل الصكوك حصة شائعة في الموجودات التي تتكون من خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع.

والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الصكوك مثل معاملة الأسهم في الشركات بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين، وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية المعلنة وذلك تبعا للنتائج التي يحققها المشروع<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> يوسف بن عبد الله الشيبلي: إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، ندوة

الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز - جدة، السعودية، أيام 24-25 ماي 2010، ص: 10-11.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 36.

### خلاصة الفصل:

ما يمكن استخلاصه بعد تناولنا في هذا الفصل أن الصكوك الإسلامية عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات باختلافها، أعياناً أو منافع أو خدمات وتصدر وفق عقد شرعي، وتعد بديلاً شرعياً للسندات الربوية، هذا بالإضافة إلى أنها تتمتع بخصائص تميزها عن سائر الأوراق المالية الأخرى.

تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، إذ يوجد لها حوالي أربعة عشر نوعاً، منها ما هو قائم على عقود الشراكة أو البيع أو الإجارة، إذ يتمتع كل نوع بخصائص ومزايا يختلف عن الأنواع الأخرى. وبتدريسيات لآليات إصدار الصكوك الإسلامية، تم التوصل إلى وجود أطراف عديدة تدخل في عملية إصدار الصكوك من منشئ، الشركة ذات الغرض الخاص، شركات التصنيف الائتماني، مدير الاستثمار أمين الاستثمار، مدير الإصدار، متعهد الدفع، حملة الصكوك، هيئة الرقابة الشرعية، كما تخضع عملية إصدار الصكوك إلى عدة خطوات ومراحل تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب فيها ثم ترافق عمليات التداول من البيع والشراء والرهن والإجارة وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

كما توصلنا أيضاً إلى أن الصكوك الإسلامية حققت معدلات نمو كبيرة في حجم إصداراتها وانتشارها نظراً لاتساع تطبيقها عالمياً.

هذا بالإضافة إلى وجود ضوابط شرعية يتم التقيد بها عند إصدار وتداول الصكوك الإسلامية حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

# الفصل الثاني

**تمهيد:**

إن الاستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أسباب المخاطر التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب، وبما أن الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقد شرعي، فإنها معرضة لكافة أنواع المخاطر. وقد اختلف الباحثون في تصنيفها وتقسيمها.

والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثم يتعين على المنشآت المالية استخدام الطرق والآليات المناسبة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكناً أو بتوزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها.

وفي هذا الإطار يأتي هذا الفصل ليتناول مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها، وذلك من خلال

المباحث التالية:

**المبحث الأول:** المخاطر، أنواعها، وأساليب قياسها.

**المبحث الثاني:** مخاطر الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثالث:** آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

## المبحث الأول: المخاطر، أنواعها وأساليب قياسها

مصطلح المخاطر ليس مصطلحا جديدا في الاستخدام، وإنما جديد من حيث أخذه الحيز الواسع حيث باتت المخاطر محور القرارات الاستثمارية والدراسات الاقتصادية، وقد ازدادت أهميتها في الفترة الراهنة نظرا للتقلبات الشديدة التي تطرأ على الأسواق المالية، ويجمع الخبراء والمتخصصون على أي نمو اقتصادي لا يمكن أن يتم بدون ركوب المخاطر، فلا ربح بدون مخاطرة، ذلك هو المبدأ الأول في الاستثمار.

ومع أهمية المخاطر في قرارات الاستثمار - باعتبارها أحد متغيري القرار الاستثماري-، فإن هناك اختلافات في تعريفها تعكس وجهات نظر الباحثين حول هذا المفهوم، ومجال المخاطرة في حد ذاتها.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم المخاطر.

المطلب الثاني: أنواع المخاطر.

المطلب الثالث: أساليب قياس المخاطر.

### المطلب الأول: مفهوم المخاطر

يعد مصطلح المخاطر من المصطلحات التي تتردد بشكل كبير، والذي يستخدم في جميع المجالات كلمة risk مشتقة من كلمة "rescass" اللاتينية والتي تدل على احتمال الخسارة أو الريح. يجدر بنا الإشارة لأن الخطر يدعى أحيانا المخاطرة رغم الاختلاف الموجود بينهما في اللغة الانجليزية risk، danger وعليه سنتناول مفهوم المخاطر من خلال النقاط التالية:

### الفرع الأول: المفهوم اللغوي للمخاطر

المخاطر في اللغة مشتقة من خطر، وجاء في لسان العرب "ارتفاع القدر والمكانة والشرف والمنزلة يقال رجل خطير، أي: له قدر، وأمر خطير، أي: رفيع"

### الفرع الثاني: المفهوم الفقهي الاصطلاحي

عرفها الإمام ابن القيم على أنها "المخاطرة مخاطرتان، مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله غي ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل....."<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نوال بن عمارة: إدارة المخاطر في مصارف المشاركة، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص: 2

### الفرع الثالث: المفهوم المالي للمخاطر

تعرف المخاطر من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع<sup>1</sup>، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي<sup>2</sup>. وتعرف كذلك: "المخاطر هي عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس مال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره"<sup>3</sup>.

### الفرع الرابع: المفهوم الاقتصادي للمخاطر

تعرف المخاطر على أنها: توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه. وتعرف كذلك على أنها: احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع. وتعرف أيضاً على أنها : احتمالية أن تكون نتائج التوقعات خاطئة فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضاً، أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة<sup>4</sup>. ويمكن القول بأن: المخاطر هي احتمالية تعرض البنك إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، و/ أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين، وحدث نتائج غير النتائج المراد حدوثها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي: استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 7، جامعة الشلف، 2010/2009، ص: 332.  
<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز: إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري- دبي-، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31-3 جوان 2009، ص: 18.  
<sup>3</sup> حرية الشريف: تقرير حول: عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية- غزة-، فلسطين، جانفي 2005، ص: 6.  
<sup>4</sup> عبدلي لطيفة: دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2011، ص: 3.  
<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي: أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص: 95.

## المطلب الثاني: أنواع المخاطر

تقسم المخاطر إلى ثلاثة أنواع رئيسية وهي المخاطر النظامية، المخاطر اللانظامية والمخاطر الكلية، وسنتناول كل نوع من الأنواع الثلاثة فيما يلي:

### الفرع الأول: المخاطر النظامية

يطلق على المخاطر النظامية تسميات متعددة منها: مخاطر السوق والمخاطر غير القابلة للتنويع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العادية.

وتعرف المخاطر النظامية على أنها: ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية بشكل عام، فالتغيرات الاقتصادية والاجتماعية هي من مصادر المخاطر النظامية.

وتتأثر أسعار جميع الأوراق المالية بهذه العوامل وبنفس الكيفية، ولكن بدرجات متفاوتة وتكون درجة المخاطر النظامية مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعة الأدوات والمطاط وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران.

أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام، كذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

### الفرع الثاني: المخاطر اللانظامية

يطلق على المخاطر اللانظامية تسميات متعددة، منها المخاطر التي يمكن تجنبها والمخاطر القابلة للتنويع والمخاطر الخاصة.

وتعرف المخاطر اللانظامية أنها: ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالشركة أو بالصناعة وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي صفرا. يمكن للمستثمر التخلص من المخاطر اللانظامية بتوزيع محفظة الأوراق المالية الخاصة به. فإذا كانت المحفظة التي يستثمر فيها أمواله تتعرض لمخاطر معينة، فإنه يمكن للمستثمر القيام ببيع جزء من الأسهم التي يمتلكها في تلك المنشأة واستخدام حصيلتها في شراء أسهم مؤسسات أخرى لا تتعرض لمثل هذه المخاطر.

ويتضح مما تقدم أن المخاطر اللانظامية هي تلك المخاطر الخاصة بالشركة التي يمكن إزالتها بالكامل من خلال تكوين محفظة يتم تنويعها بشكل كفي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري: إدارة البنوك- مدخل كمي وإستراتيجي معاصر-، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2000 ص: 166-167.

### الفرع الثالث: المخاطر الكلية

المخاطر الكلية هي التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في السوق المالية أو في مجال استثماري آخر، وأيضاً عند جمع المخاطر النظامية مع المخاطر اللانظامية فإنها تشكل المخاطر الكلية أو مخاطر المحفظة، وهذه المخاطر هي التي سيستعملها المستثمر في الأوراق المالية و باعتبار أن المستثمر يستطيع التأثير على المخاطر اللانظامية من خلال التنويع فإنه لا يستطيع التأثير على المخاطر النظامية، وبالتالي فإنه يمكن التقليل من المخاطر الكلية إلى أقصى درجة ممكنة والتي تتمثل في المخاطر النظامية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أساليب قياس المخاطر

هناك بعض الأساليب تستخدم في قياس المخاطر بشكل عام، حيث تم الاستعانة بها لقياس مخاطر الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة تمويل معرضة لنفس المخاطر كغيرها من الأدوات المالية، وتقسم هذه الأساليب إلى:

### الفرع الأول: التباين والانحراف المعياري

يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس والمؤشرات الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية)، ويعدان مدخلا ملائماً للتعرف على المخاطر غير النظامية للورقة المالية من خلال قياس مدى انحراف العائدات المتوقعة، ونفس الشيء بالنسبة لصك استثماري مثلاً، فكلما كان تقلب عوائد الصك (سنوية، شهرية، فصلية..... الخ) يشك كبير عن المتوسط (درجة الانحراف كبيرة) يعطي إشارة للمستثمر، كون الصك محل الاستثمار تحمل 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:

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث أن:

$\sigma$ : الانحراف المعياري

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

R: تمثل العائد خلال فترة معينة

$\bar{R}$ : متوسط العائد

<sup>1</sup> الأخضر لقلبي، حمزة غربي: إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي "الواقع ورهانات المستقبل" - غرداية-، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 5.

$n$ : عدد الفترات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$$\sum_{i=1}^n$$

تمثل علامة المجموع وهي تغطي الفترة ما بين  $i = 1$  إلى غاية  $i = n$  تجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولا لقياس المخاطر إلا في حالة تساوي العائد المتوقع لكافة هذه الأوراق المالية، أما في حالة عدم التساوي بينهما فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف باعتباره مقياسا نسبيا للمخاطر (التشتت) والذي يستخدم عادة لتقييم مخاطر الاستثمارات الفردية<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: معامل بيتا ( $\beta$ )

يعد معامل بيتا ( ) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية لقياس حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلا) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق.

ويمكن تعريف معامل بيتا بالنسبة للصك: على أنه مقياس لسرعة تأثر الصك مقارنة بحركة السوق<sup>2</sup>. ويمكن التوصل إلى قياس ( ) من خلال الصيغة:

حيث أن:

$$\beta = \frac{cov(R_i; R_m)}{\sigma^2 m}$$

$\beta_i$ : معامل بيتا للصك الاستثماري  $i$ .

$R_m$ : معدل عائد مؤشر السوق.

$R_i$ : معدل عائد الصك.

$\sigma^2 m$ : تباين معدل عائد مؤشر السوق.

$Cov (R_i, R_m)$ : التغاثر أو 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 ( $\sigma_i$ ).

وبموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية إلى صكوك استثمارية ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق، وذات طبيعة دفاعية إذا كانت بيتا أقل من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها أقل من مخاطر السوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول: الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: "إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف"، بمعهد الدراسات المصرفية- عمان-، الأردن، أيام 06، 07، 08 أكتوبر 2012، ص: 13-14.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 138.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 14.

## المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي بالمخاطر أكثر مما عليه في المصارف التقليدية وذلك لأن العمل المصرفي قائم على المشاركة في الربح أي العائد و الخسارة أي المخاطرة، بينما يقوم الاستثمار والتمويل المصرفي التقليدي على الفائدة ذات العائد المضمون بغض النظر عن نتائج محل الاستثمار، ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية إلى ثلاثة مطالب:

**المطلب الأول: المخاطر المالية.**

**المطلب الثاني: المخاطر التشغيلية.**

**المطلب الثالث: مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية.**

### المطلب الأول: المخاطر المالية

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:

### الفرع الأول: المخاطر الائتمانية

وتسمى كذلك (مخاطر التمويل أو مخاطر الاستثمار أو مخاطر المداينة)، وتعرف بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها. وتكون هذه المخاطر في حالة الصكوك الإسلامية نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك القائمة على صيغ المشاركة في الأرباح، وقد تنشأ كذلك في 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 جائزا غير ملزم- أو تأخير أو عدم سداد العميل ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المنفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم<sup>1</sup>.

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

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 6-7.

الائتمان للعميل، فوجود الائتمان في العملية الاستثمارية مضنة لوقوع الخطر بفعل عدة أسباب سبق ذكرها مما يؤثر سلباً على عوائد الصكوك، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة). أما مخاطر الائتمان التي يتعرض لها حامل الصك، فتنشأ عن مدى قدرة مصدر الصكوك على دفع العوائد الدورية، وأصل قيمة الصك في تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>، ومن أهم المخاطر الائتمانية التي تواجه المستثمرين (حملة الصكوك) ما يلي:

### أولاً: 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، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها.

### ثانياً: مخاطر العجز عن الوفاء

وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرز أهمية دور شركات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطي عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك المصدرة<sup>2</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<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: مخاطر السوق

تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدراً لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، أو نتيجة تغير أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هنالك تغير في أسعار أصول وأدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عماري صليحة، سعدان آسيا: مرجع سابق، ص: 6.

<sup>2</sup> زياد جلال الدماغ: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص: 6.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 7.

<sup>4</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد: إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات رقم (5)، البنك الإسلامي للتنمية

المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - جدة-، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003، ص: 30-31.

ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى:

### أولاً: مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات)

وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من السلع والخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

### ثانياً: مخاطر سوق المال

ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

#### 1- مخاطر سعر الصرف:

وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة. ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضاً عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية.

#### 2- مخاطر سعر الفائدة:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها. كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار. والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمراجحة. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية، خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دوراً في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافاً لإجماع الفقهاء<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عمري صليحة، سعدان آسيا: مرجع سابق، ص: 16-17.

### 3- مخاطر أسعار الأوراق المالية:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

### 4- مخاطر التضخم:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: مخاطر السيولة

ترتبط بمصدر الصكوك وتندرج ضمن المخاطر غير النظامية، وتظهر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة (لتلبية متطلبات التشغيل العادية أو المفاجئة، أو لتسديد العوائد الدورية لحملة الصكوك، أو لتسديد الزيادة في قيمة الصكوك عند استحقاقها)، نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة، مما يقلل من مقدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته التي حانت آجالها، وقد ينتج عن حالة اللسيولة الشديدة لدى المصدر أو تؤدي إلى تعثر الإصدار، ونرى أن هذا النوع من المخاطر قد يكون نتيجة لمخاطر الائتمان ومخاطر الصكوك العينية التي قد تتعرض لها عملية التصكيك، ويلاحظ عن مخاطر السيولة أنها تكون متدنية في حالة الصكوك الإسلامية الحكومية، كون المصدر هنا يتمثل في الدولة، لكن بالمقابل قد تظهر مخاطر السيولة من جانب حملة الصكوك فقط (وتسمى هنا مخاطر تسييل الصك) دون المصدر نتيجة عدم قدرة حملة الصكوك على تسييل صكوكهم، أي ضعف، وترجع مخاطر التداول في الأساس إلى ضعف قدرة المصدر في تحديد التغيرات في ظروف السوق، والتي يكون لها تأثير كبير على قدرة حامل الصك لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة<sup>2</sup>.

### الفرع الرابع: مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية

الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية ومخالفتها لتلك الأحكام في أي فترة من عمر الصك، يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمثلا عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصول مؤجرة، يجب أن لا تزيد نسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك، حتى لا يجوز تداوله وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابة: مرجع سابق، ص: 14- 15.

<sup>2</sup> عماري صليحة، سعدان آسيا: مرجع سابق، ص: 17.

الإجارة تملكا سوريا، ولاشك أن هذه الصورية تبطل عقد التملك وبالتالي فما بني على باطل فيبطل الصك<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: المخاطر التشغيلية

هي احتمالية الخسارة التي قد تنشأ عن فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية، والأنظمة والعاملين، وأحداث خارجية، وتكون هذه المخاطر بسبب الاختلاس والسرقة، الجرائم الإلكترونية، التزوير تزوير العملات. كما أن هناك مخاطر تشغيل أخرى ناتجة عن خصوصية تعامل البنوك الإسلامية والتزامها بأحكام الشريعة. خصوصا وأن معظم العاملين بها ليسوا على دراية تامة بأحكام الفقه الإسلامي. تؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية القدرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة<sup>2</sup>. وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثار على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية. كما تشمل أيضا المخاطر القانونية حيث اعتبرت اتفاقية بازل للرقابة المصرفية جزءا من مخاطر التشغيل. ويلاحظ على مخاطر التشغيل أنها تكون في أدنى مستوياتها إذا تعلق الأمر بالصكوك الحكومية، إلا إذا تعلق الأمر بالحروب والنزاعات وبالظروف التي تكون خارجة عن سيطرة الدولة<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث: مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية

تواجه الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى المخاطر التقليدية 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، فمنشأ 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:

<sup>1</sup> برودي نعمة: مرجع سابق، ص: 7.

<sup>2</sup> بن ثابت علي، فتني مايا: التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجا، الملتنقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص: 10-11.

<sup>3</sup> عمري صليحة، سعدان آسيا: مرجع سابق، ص: 18.

### الفرع الأول: 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، ونرى أن صيغة الاستثمار بالمضاربة تعتبر من العلاقات التي قد تثار أو تظهر فيها مشكلة الوكالة والتي من أسبابها سوء الانتقاء والذي ينتج عنه تباين في المعلومات المتاحة بين حملة الصكوك ومصدر الصكوك، أن للمضارب معلومات عن المشروع المطلوب تمويله أكثر من حملة الصكوك. 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<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار بالمشاركة

هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق أو المتابعة، لذلك لا بد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر<sup>2</sup>. 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<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث: مخاطر الاستثمار بصيغة الإجارة

تعتبر الإجارة أقل مخاطرة إذا ما قورنت بالصيغ الأخرى، لأن عائداتها تتميز بالاستقرار نوعاً ما، فمن السهل أن يحدد المؤجر عائداته، ولكن هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر. فهي وإن كانت تتمتع بنسب عالية من الاستقرار، فإنها تواجه عدد من المخاطر، فمخاطر صيغة الإجارة تكون عند المؤجر أكثر من

<sup>1</sup> سليمان ناصر ربيعة، بن زيد: مرجع سابق، ص: 10- 11.

<sup>2</sup> زياد جلال الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص: 7.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 11.

المستأجر<sup>1</sup>. ومن بين المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة هي مخاطر الائتمان (التأخر أو المماطلة في سداد الأقساط)، مخاطر السوق منها مخاطر تغير سعر الفائدة، 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.

وكل 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 صكوك مباشرة، وتؤثر عليها من خلال انخفاض القيمة السوقية للصكوك أو تآكل لقيمتها الاسمية.

### الفرع الرابع: 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 بالمواصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل.

وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم، وعلى أساسه ينتظرون تسلّم 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>2</sup>.

### الفرع الخامس: مخاطر الاستثمار بالمرابحة

ومن المخاطر الخاصة بها، عدم الالتزام بالوعد وهي تعتبر من المخاطر في حالة الأخذ برأي عدم التزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة، ومن المخاطر أيضا عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها، فإن تأخر الزبون، أو ماطل في سداد تلك الأقساط، فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه، أو تفرض غرامات التأخير<sup>3</sup>، وقد جاء بمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: "لا يجوز اشتراك التعويض المالي نقدا أو عينا وهو ما يسمى بالشرط الجزائي، على المدين إذا تأخر عن سداد الدين، سواء نص على مقدار التعويض أم لم

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 159.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 11.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 164-165.

ينص، وسواء كان التعويض عن الكسب الفائت (الفرصة الضائعة) أم عن تغير قيمة العملة<sup>1</sup>. بالإضافة إلى خطر اختلاف أسعار الصرف.

وعليه فإن كل تلك المخاطر التي تتعرض لها صيغة المرابحة تتعدى وتنعكس على صكوك المرابحة فهي قائمة على أساسها، ويظهر ذلك من خلال تناقص القيمة السوقية نتيجة تماطل العميل أو رفضه الالتزام بالتعهد بعد توفير السلعة لو كانت هذه السلعة وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها)، فإحجامه أو نكوله عن الشراء يعني اضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المرابحة بكاملها وعليه انهيار المشروع وفشله<sup>2</sup>.

### الفرع السادس: مخاطر الاستثمار الإستصناع

ومن بين أهم المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة، مخاطر تراجع الزبون عن إتمام العقد، إذا أعتبر عقد الإستصناع عقدا جائزا غير ملزم<sup>3</sup>، أو تخلف الزبون عن السداد، أو عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة، سواء أكانت مخالفة لمعايير الجودة، أو المعايير الخاصة التي طلبها المستصنع الأول<sup>4</sup>.

### الفرع السابع: مخاطر الاستثمار بصيغ التمويل الزراعية (المزارعة، المساقاة، المغارسة)

إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظرا لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالا وثيقا 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 الأسعار)، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (3) المدین المماطل، المنامة، البحرين، 2010، ص: 26.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 165.

<sup>3</sup> حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل: إدارة المصارف الإسلامية "مدخل حديث"، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2010، ص: 325.

<sup>4</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 166.

<sup>5</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 12.

### المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة، حيث نجد أن المؤسسات المالية تواجه أنواعا خاصة من المخاطر بالنظر إلى طبيعة نشاطاتها، فالغرض من المؤسسات المالية هو تعظيم الربح من خلال إدارتها للمخاطر في إطار تقديمها للخدمات المالية. والإسلام يحثنا على التعامل مع هذه المخاطر، وذلك من خلال وضع مجموعة من الآليات لإدارتها وفق الضوابط الشرعية التي من شأنها تحديد مصدر تلك المخاطر واتخاذ الطرق والإجراءات التصحيحية اللازمة لها للحد منها.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

**المطلب الأول:** مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر.

**المطلب الثاني:** منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

**المطلب الثالث:** مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

**المطلب الرابع:** الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

#### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول إدارة المخاطر

تتعرض أنشطة وأعمال المنشأة دائما وفي أي زمان ومكان للمخاطر، لذلك تعتبر عملية إدارة المخاطر من أهم وظائف المنشآت، لأن تبني إستراتيجية إدارة مخاطر فعالة يسمح للمنشأة بالبقاء والاستمرار في ظل المنافسة الشديدة التي تهددها.

#### الفرع الأول: تعريف إدارة المخاطر

ظهر الاهتمام بإدارة المخاطر اعتبارا من أواخر النصف الثاني من القرن العشرين، وصدرت عدة تعاريف لإدارة المخاطر، نذكر منها:

- تعريف معهد المدققين الداخليين الأمريكي لإدارة المخاطر كمايلي: "هي عملية تحديد، تقييم، إدارة ومراقبة الأحداث أو الظروف المحتملة، وذلك بهدف تزويد المنشأة بتأكيد معقول فيما يتعلق بإنجاز وتحقيق أهداف المنشأة والمخطط لها".
- عرفت لجنة المخاطر المالية المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية إدارة المخاطر بما يلي:

- فهم المخاطر.
- أن المخاطر ضمن الإطار المتوافق عليه من قبل مجلس الإدارة.
- أن عملية القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الإستراتيجية للمصرف.
- أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر.

- أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر.
  - أن القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم.
  - أن حوافز الأداء المطبقة في المصرف منسجمة مع مستوى المخاطر<sup>1</sup>.
- عرفت إدارة المخاطر أيضا من خلال معيار إدارة المخاطر الذي تم وضعه من قبل فريق عمل مكون من معهد إدارة المخاطر (IRM) في المملكة المتحدة بالتعاون مع جمعية التأمين ومديري المخاطر (AIRMIC) و المنتدى الوطني لإدارة المخاطر في القطاع العام (ALARM): "إدارة المخاطر هي جزء أساسي في الإدارة الإستراتيجية لأي مؤسسة. وهي الإجراءات التي تتبعها المؤسسات بشكل منظم لمواجهة المخاطر المصاحبة لأنشطتها بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط ومن محفظة كل الأنشطة"<sup>2</sup>.
- ومن التعاريف الشائعة لإدارة المخاطر: "إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى"<sup>3</sup>.
- وبمراجعة المفاهيم والتعاريف السابقة، لإدارة المخاطر نجد أنه تم تعريفها بطرق متنوعة، إلا أن هناك فكرة واحدة تظهر في كل التعريفات المطروحة تقريبا، أن إدارة المخاطر تتعلق بدرجة أساسية بالمخاطر البحتة وتتضمن إدارة تلك المخاطر، أن مصطلح "إدارة المخاطر" يتضمن 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>4</sup>.
- وانطلاقا من ذلك نحاول صياغة تعريف خاص بإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث يمكن تعريفها على أنها: 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.

<sup>1</sup> شادي صالح البجيرمي: دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2011، ص: 29.

<sup>2</sup> The institute of risk management , a risk management standar, airmic, alarm, irm, london , 2002, p2 .

<sup>3</sup> أشرف محمد دوبابة، مرجع سابق، ص: 16.

<sup>4</sup> محمد علي: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005، ص: 34.

### الفرع الثاني: دور وأهداف إدارة المخاطر

إن معرفة المخاطر التي تواجه المشروع الاستثماري وتقييمه وإدارته بطريقة علمية صحيحة يسمح بتنفيذ إستراتيجية المشروع بنجاحة، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال الدور الأساسي والهام الذي تلعبه إدارة المخاطر.

#### **أولاً: دور إدارة المخاطر**

يمكن تلخيص الدور الذي تلعبه إدارة المخاطر فيما يلي:

**1- أداة لتنفيذ الإستراتيجية:** بشكل عام تزود إدارة المخاطر بنظرة أفضل للمستقبل وبالقدرة على تحديد سياسة الأعمال وفقاً لذلك، وبدون إدارة المخاطر لا يكون بالإمكان رؤية النتائج المحتملة، ولن يكون من المستطاع أيضاً السيطرة على عدم التأكد الذي يحيط بالمكاسب المتوقعة.

**2- تحقيق الميزة التنافسية:** هناك دور آخر أساسي لإدارة المخاطر إذ أن قياس المخاطر يتولد عنه معرفة التكاليف المستقبلية التي على المؤسسة القيام بتقديرها فتجاهل مخاطر اليوم أشبه بتجاهل الخسائر المستقبلية والامتناع عن اتخاذ إجراءات تصويبية اليوم لتفاديها غدا ينتج عنه خسائر مستقبلية فالتحكم في المخاطر يعتبر عاملاً رئيسياً في تحقيق الربحية والميزة التنافسية.

**3- اتخاذ القرار:** يمكن النظر لإدارة المخاطر على أنها عامل نجاح حاسم، إذا كانت متطورة للدرجة التي تحدث معها تأثيرات على اتخاذ القرار، وإلا فإن أي قرار يمكن أن يولد جدلاً عميقاً، وإدارة المخاطر تسهل بالفعل اتخاذ القرارات لأنها تلقي الضوء على المخاطر، وتجدر الإشارة إلى نقطة مهمة وأساسية وهي أن إدارة المخاطر ليس القصد منها أن تكون نموذجاً لعملية اتخاذ القرارات بأسرها بل القصد منها أن تساعد في هذه العملية.

#### **ثانياً: أهداف إدارة المخاطر**

تتمثل فيما يلي:

**1- أهداف أساسية:** من خلال الدور الهام والأساسي الذي تلعبه إدارة المخاطر في التقليل والحد من حجم المخاطرة، والعمل على تنفيذ الإستراتيجية المخطط لها، يتبين لنا الهدف الذي تسعى لتحقيقه إدارة المخاطر، وهو تقليل الآثار السلبية للمخاطر إلى الحد الأدنى وبأقل تكلفة ممكنة من خلال التعرف عليها وقياسها والسيطرة عليها.

**2- أهداف أخرى:** بالإضافة إلى البقاء الذي يعتبر الهدف الأول لإدارة المخاطر هناك عدد من الأهداف

الأخرى تتمثل فيما يلي:

**أ- الاقتصاد:** هو أول الأهداف الفرعية أو الثانوية لإدارة المخاطر، وهنا يكون الهدف هو خفض تكلفة التعامل مع المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن.

ب- **تقليل القلق:** يقصد بهدف تقليل التوتر، والذي يشار إليه بأنه راحة البال التي تأتي من معرفة أن تدابير مناسبة قد تم اتخاذها للتصدي للظروف المعاكسة.

ت- **المسؤولية الاجتماعية:** وهي أن المسؤولية الاجتماعية هدف سابق للخسارة فمثلاً: عندما يعلن عن تعثر أو إخفاق إصدار لصكوك إسلامية ما فحامله سوف يتضرر، لكن عند تواجد إدارة المخاطر التي تحمي الإستراتيجية المعتمدة من جهة الإصدار، فإن ذلك يحميها من تكبد خسائر فادحة كالتعثر الذي يؤثر سلباً على حملة الصكوك وجهة الإصدار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

لتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال لابد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة، لذلك يطلق على هذه الخطوات (الإطار العام لإدارة المخاطر). وتتمثل تلك الخطوات فيما يلي:

#### الفرع الأول: 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 عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان 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.

#### الفرع الثاني: تقييم المخاطر

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن تعطي 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 ينتظر 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.

#### الفرع الثالث: ضبط المخاطر

بعد تحديد وقياس المخاطر و تقييمها، 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 المخاطر أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 183- 184.

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 .

#### الفرع الرابع: تنفيذ القرار

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضوع التنفيذ.

#### الفرع الخامس: مراقبة ومراجعة المخاطر

بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة ، ولضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها ونظرا لسرعة تغير بيئة الأعمال بالتالي اختفاء مخاطر معينة وظهور أخرى تتغير بهذه التقلبات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلا 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<sup>1</sup>.

#### المطلب الثالث: مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

نحاول من خلال هذا المطلب تحديد أهم الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية والتي تتمثل فيما يلي :

#### الفرع الأول: المراقبون أو السلطات الإشرافية

قد يتولى الرقابة على الصكوك الإسلامية هيئات سوق المال باعتبارها الجهة المخولة بالسماح بإصدار وتداول الصكوك، كما قد يتولى هذا الأمر البنك المركزي انطلاقا من وظيفته في مراقبة الوضع المالي والنقدي والمصرفي في الدولة.

وتبرز أهمية دور الرقابة المالية عند قيام المؤسسات المالية بتسييل الصكوك أو امتناعها عن التعامل بهذه الصكوك في السوق، وكذلك فإن التوجه لإصدار صكوك مالية يدفع بجهة الرقابة بوضع ضوابط تتعلق بحجم الإصدارات وعددها ونوعية المعروض منها، وفترة الاستحقاق للإصدارات، وحصر نوعية المصدرين في السوق المالي فيما إذا كانت حكومات أو شركات أو أفراد أو مصارف أو منظمات عالمية أو غيرها<sup>2</sup>.

كما تتلخص أهداف السلطات الرقابية والإشرافية في الدولة فيما يتعلق بالرقابة على الصكوك فيما يلي:

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 15.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي- الشلف-، الجزائر، يومي 19-20 نوفمبر 2013، ص: 14-15.

**أولاً:** الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة، بالتالي التأكد من أن الصكوك تتصف بخصائص لا تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ومصلحة السلطات الرقابية في ذلك أنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك، فإنها تهدد الأدوات المالية وكذلك المؤسسات المالية التي كانت فاعلة في إصدارها بسوء السمعة وفقدان الثقة فيها. وقد يتطرق سوء السمعة وفقدان الثقة إلى النظام النقدي والمالي بأسره مما يهز أركانه، ويضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الأفراد والمؤسسات على المستوى الوطني.

**ثانياً:** الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصص على المشاع في موجودات حقيقة، لأن هذا شرط من شروط التوافق مع الشريعة وينعكس عدم توفره سلباً على سمعة الصكوك ومصدرها، كما أنه ضمان لحقوق حملة الصكوك.

**ثالثاً:** الحرص في كل الأحوال على خلو استخدام حصيلة الصكوك من مخاطر النزوع السيئ، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له. وهذا يضمن قدرة بائع الصكوك على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة والحفاظ على منافعها، وكذلك دفع أقساط الإيجار وغيرها من مستحقات حملة الصكوك.

**رابعاً:** الحرص على أن كافة الاحتياطات قد اتخذت لكي لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأجيرها إلى جهة أخرى أو بيعها. لأن حدوث ذلك سوف ينزع من الصكوك عنصر الاستقرار، ويهدد السوق المالية كلها بالانهيار<sup>1</sup>.

بناء على هذه الأهداف، نجد أنه لا يستطيع المراقبون أو السلطات الإشرافية في الدولة أن انهيار الجهة المصدرة للصكوك أو إفلاس المشروع الاستثماري محل عملية التصكيك، ولكن دورهم الرئيسي يتمثل في وضع قواعد تنظيمية واضحة وتوفير المستوى الرفيع من الإشراف الفاعل من شأنها تسهيل إدارة المخاطر، من خلال تشجيع وجود بيئة جيدة لإدارة المخاطر في المنشآت المصدرة للصكوك وحماية لحقوق المستثمرين (حملة الصكوك)، من أهم عناصرها وجود إطار عام ملائم لإدارة المخاطر، وهذا يلعب دوراً هاماً في التأثير على المسؤولين أو الشركاء في إدارة المخاطر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> معبد الجارحي، عبد العظيم 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 العربية المتحدة، 10 مارس 2010، ص: 37.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 196-197.

### الفرع الثاني: المساهمون

يقع على مساهمي المؤسسة البادئة بالتصكيك (المنشئ) عبء اختيار أعضاء مجلس الإدارة وهم المسؤولون عن عمليات التحكيم، بالتالي فان اختيارهم يجب أن يكون اختيارا سليما يؤدي لضمان وجود إدارة مثلى في المؤسسة البادئة بالتصكيك في الشركة ذات الغرض الخاص SPV.

### الفرع الثالث: مجلس الإدارة

تقع مسؤولية إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك على مجلس إدارتها، حيث أن هذا الأخير من يقوم بوضع الإستراتيجيات والسياسات المختلفة، منها المفاضلة بين طرق التمويل (تمويل مباشر من البنوك ومؤسسات التمويل أو التمويل عن طريق إصدار صكوك) عند الحاجة لتمويل إضافي بهدف تمويل الاحتياجات الرأسمالية والتشغيلية الجديدة، بالإضافة إلى تعيين الموظفين خصوصا عند اختيار المسؤولين عن إدارة الشركة ذات الغرض الخاص SPV. وتحديد نوع الأصول القابلة للتصكيك التي توفر السيولة المطلوبة وبتكلفة أقل .

### الفرع الرابع: الإدارة التنفيذية

وهي الإدارة المسؤولة عن تطبيق السياسات التي يضعها مجلس إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك ويجب أن يكون لدى المديرين التنفيذيين الخبرة الكافية لجميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض تصكيكها والذي يتطلب عناية خاصة في اختيار الجهات ذات المصدقية لإعداد دراسة الجدوى الأولية والتي على أساسها يتخذ مجلس الإدارة القرار الصائب في تصكيك موجداته من عدمها، كما يتطلب من الإدارة التنفيذية الدراية الكافية بعملية إدارة المخاطر، خاصة في حالة إصدار صكوك الإجارة عند قيام المنشئ بإعادة تأجير أصوله من وكيل الإصدار في عملية بيع ثم إعادة التأجير، والتي يتحمل فيها المالك الأصلي (المؤسسة البادئة بالتصكيك) جميع الحقوق والالتزامات تجاه حملة الصكوك، والمرتتبة على مجموع الموجودات موضوع الصكوك.

### الفرع الخامس: لجنة التدقيق الداخلي

تعد لجنة التدقيق الداخلي بمثابة امتداد لوظيفة سياسة مجلس الإدارة في إدارة المخاطر، ويجب أن تقوم لجنة التدقيق الداخلي بالتأكد من التزام المنشئ والشركة ذات الغرض الخاص بالأنظمة الرقابية الداخلية ونظم المعلومات، وعلى الرغم من أن لجنة التدقيق الداخلي تلعب دورا هاما في مساعدة الإدارة على إدارة المخاطر بصورة سليمة إلا أن المسؤولية الرئيسية تقع على عاتق جميع المستويات الإدارية في المنشأة. وقد تتضمن لجنة التدقيق الداخلي التدقيق الشرعي الداخلي، والذي يلعب دورا هاما في المؤسسات المالية الإسلامية، وهدفه مساعدة الإدارة في تحمل مسؤوليتها بشأن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية والتأكد من تطبيقها حسبما تحدده الفتاوى والسياسات والإجراءات .

ويمكن أن يكون التدقيق الشرعي الداخلي وحدة إدارية مستقلة (قسما أو إدارة) وقد يكون قسما في لجنة التدقيق الداخلي، وقد يكون مدمجا في إدارة التدقيق الداخلي، وذلك طبقا لتطور نظام الرقابة الشرعية الداخلية للمؤسسة، وقد تكون مكتب خارج الكيان القانوني للمؤسسة تتعاقد معه الإدارة لأداء هذه الوظيفة<sup>1</sup>.

#### **الفرع السادس: المدققون الخارجيون**

وهم غالبا ما يلعبون دورا تقييميا في عمليات المعلومات الخاصة بإدارة المخاطر، ويجب أن يهتم المدققون الخارجيون ليس فقط بالفحص التقليدي لعناصر الميزانية وقائمة الدخل فحسب، وإنما يجب أن يكون تدقيقهم مركزا على المخاطر<sup>2</sup>.

#### **الفرع السابع: حملة الصكوك**

يقع على حملة الصكوك أيضا العبء في عملية إدارة المخاطر، من خلال مطالبة الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها تحمي مصالحهم بالإفصاح عن المعلومات المالية والتحليل المالي، حتى يتمكنوا من تقييم أداء المشروع الاستثماري محل عملية التصكيك والمخاطر المحيطة بأنشطته وأعماله .

كما أنه من حق حملة الصكوك أن يكونوا على إطلاع دائم على التطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، نظرا لأنهم أصحاب المال والمتضرر الأول في حال وقوع الخسارة. ولا يعد إعطاؤهم هذا الحق تدخلا مباشرا في شؤون إدارة عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضاربا كان أم وكيفا بالاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

ولضمان إطلاعهم على مسيرة العملية الاستثمارية، فمن الواجب أن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقا للمصداقية. وتزداد الحاجة إلى هذا التمثيل عندما تكون الهيئة ذات الغرض الخاص SPV مملوكة للمنشئ القابض لحصيلة الإصدار، ليتحقق بهذا التمثيل التأكد من حقيقة تحقق الاستثمار وشرعيته، وأن عملية الإصدار ليست غطاء للحصول على تمويل بريا تحت غطاء الصكوك .

#### **الفرع الثامن: الشركة ذات الغرض الخاص SPV**

نرى أن الشركة ذات الغرض الخاص SPV من أكثر الجهات المسؤولة عن إدارة المخاطر في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، باعتبارها وكيفا ومنظم إصدار تتولى إصدار الصكوك الإسلامية وإدارتها لصالح المؤسسة البادئة بالتصكيك، وفي نفس الوقت وكيفا عن حملة الصكوك ترعى مصالحهم وحقوقهم في مواجهة المنشئ (المؤسسة البادئة بالتصكيك)، إلى جانب وظائف أخرى مساعدة في عملية التصكيك قد توكل إليها .

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 14- 16.

<sup>2</sup> شادي صالح البجيرمي: مرجع سابق، ص: 39.

وعليه وبشكل عام، يجب على الشركة ذات الغرض الخاص SPV أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية المتوقع إصدارها، والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة، واقتراح سبل معالجتها، مع الأخذ في الاعتبار قدرة الموجودات محل التصكيك على الوفاء بالالتزامات<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع : الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

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 الآليات التي قد تكون فعالة في عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

#### الفرع الأول: دراسة الجدوى

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "الربحية الإسلامية" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال ، فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتميمته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقا للضروريات والحاجيات والتحسينات وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسئولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: 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:

#### أولاً: الكفالة

وتعني التزام طرف بتحمل 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.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 16-17.

<sup>2</sup> أشرف محمد دواية: مرجع سابق، ص: 18.

### ثانيا: 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 1- 6 جمادى الأولى 1409 هـ الموافق لـ 15 ديسمبر 1988 " الوعد - وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الإنفراد- يكون ملزما للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقا على سبب ودخل الموعود في كلفة نتيجة الوعد، ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلا بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر.

### ثالثا: ضمان طرف ثالث

المقصود به وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسران في مشروع معين ثم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية، حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقل عن جهة الإدارة و عن المشاركين(حملة الصكوك) آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة مخاطر الائتمان<sup>1</sup>.

وتسميته ضمانا مجاز لأنه ليس كفالة عن ديون- هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الصكوك الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئا عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض، لأن هذا الإلزام له الأولوية، فهو حكم شرعي. أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضا<sup>2</sup>.

كما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة:" يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد و بين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار"<sup>3</sup>.

ويمكن ضمان الطرف الثالث لموجودات الصكوك، وبصالح أيضا لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك لأنه يسند إلى المبدأ نفسه، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها. قد يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة متخصصة أو فرد، وهذا الطرف له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعا في صحة تبرع جهة معينة، وحتى وإن كان تبرعا معلقا على شرط هو تلف رأس المال أو بعضه أو نقصان الربح عن حد معين.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، مرجع سابق، ص: 16- 17.

<sup>2</sup> أشرف محمد دواية: مرجع سابق، ص: 20.

<sup>3</sup> المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (5) الضمانات، المنامة، البحرين، 2010، ص: 52.

#### رابعاً: الرهن

يعد الرهن من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء في المعيار الشرعي الثامن لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: " يحق للمؤسسة في حالة الحصول على رهن من العميل أن تشترط تفويضه لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء".

ويشترط في المرهون أن يكون مالا متقوما يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معينا بالإشارة أو التسمية أو الوصف، وأن يكون مقدورا على تسليمه، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهنا 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<sup>1</sup>.

#### الفرع الثالث: التأمين التعاوني

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

#### الفرع الرابع: الاحتياطات

تعتبر آلية تكوين الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية وتكوين تلك الاحتياطات رهين بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: " ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>2</sup> أشرف محمد دوابة: مرجع سابق، ص: 21- 22.

### الفرع الخامس: التنوع

إن التنوع مبدأ استثماري مهم في النظرية المالية التقليدية ويمكن تطبيقه في الصناعة المالية الإسلامية. والذي يمثل إستراتيجية استثمارية لتدنية المخاطر، يتلخص مفهومه في الحكمة القائلة "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة، أو عليك بنشر المخاطر، ونموذج المحفظة الاستثمارية يعكس هذه الإستراتيجية، وبالتالي تمثل المحفظة مدخلا لتقليل المخاطر مقارنة بأي استثمار منفرد بسبب منفعة التنوع التي تحظى بها<sup>1</sup>.

وفي الاستثمار كلمة التنوع تأتي ملازمة لكلمة محفظة، فالتنوع يعني الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالي أو سلعي، والهدف الرئيسي للتنوع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد. ويفيد التنوع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض لها الاستثمار فإن انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل آخر، وبالتالي فإن المستثمر يعظم منفعته من الاستثمار في ضوء تنوع محفظته<sup>2</sup>.

وتقوم تلك الآلية على تنوع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر ودون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء، ويوجد أسس مختلفة للتنوع من أهمها تنوع جهة الإصدار، وتنوع تواريخ الاستحقاق، والتنوع القطاعي، والتنوع الدولي<sup>3</sup>.

### الفرع السادس: التحوط باستخدام المشتقات المالية (عقد السلم، الخيار الشرعي)

يعرف التحوط بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد، وهو يعرف أحيانا بالخطر المالي. ونظرا للتغيرات الهيكلية التي حدثت في الاقتصاديات المعاصرة، من تغير وتحرر لأسعار صرف العملات وحرية انتقال رؤوس الأموال والبضائع والتطور الكبير في وسائل الاتصال والانتقال، والتطور الكبير في تقنية الحاسوب وانخفاض تكلفة استخدامه، فقد أصبحت التقلبات في الأسعار أحد الصفات المميزة والغالبة في الاقتصاديات المعاصرة، وأصبحت إدارة مخاطر هذه التقلبات أو التحوط من آثارها من الضرورات المعاصرة للبقاء وعدم إفلاس النشاطات الاقتصادية سواء أكانت مؤسسات خاصة أو شركات صناعية أو زراعية أو خدمية أو مؤسسات مالية. وأصبح من أهم وظائف الإدارة العليا في هذه المنشآت وضع السياسات للسيطرة على هذه المخاطر بقياسها وتسعيرها والتحوط منها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>2</sup> سامي حطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، أبوظبي، مارس 2007، ورقة بحث متاحة على الرابط [http://www.sca.gov.ae/.../Mutual\\_Funds\\_and\\_Stock\\_Index](http://www.sca.gov.ae/.../Mutual_Funds_and_Stock_Index) تاريخ الإطلاع 2015/03/09، ساعة الإطلاع 21:48، ص: 6.

<sup>3</sup> عماري صليحة، سعدان آسيا: مرجع سابق، ص: 20.

<sup>4</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد رقم 11، 1999، ص: 57.

وهناك من يفرق بين التحوط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح. فالتحوط بهذا المعنى: هو تجنب المخاطر قدر الإمكان، بما يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية أهدافها<sup>1</sup>.

ويعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط، حيث يمكن المصرف الإسلامي من تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على النطاق الفردي ونطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة المصرف الإسلامي الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبياً ثم يقوم بعد قبضها بتسويقها بثمن الحاضر أو المؤجل.

الخيار الشرعي يمكن أن يستخدم للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراوحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت.

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين الفرضين وشراء بضائع أو إبرام عمليات مراوحة بنفس العملة ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمراوحة على سدادها بعملة أخرى بسعر الوفاء<sup>2</sup>.

### الفرع السابع: 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، فضلا عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملا من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمر ضروريا 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.

<sup>1</sup> سامي بن إبراهيم السويلم: التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - جدة، -، السعودية، ط1، 2007، ص: 66.

<sup>2</sup> بن ثابت علي، فتني مايا: مرجع سابق، ص: 13-14.

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 معظم أطراف عملية التصكيك، ولعل التجارب أثبتت أن معالجة هذه المشكلة (مشكلة الوكالة) لن تتم بمزيد من اللوائح والقوانين لأن هناك أحداث في المستقبل قد لا يشملها العقد، وأن هناك قدرا من السلوك لا يمكن إحكامه إلا بتقوية الجانب الأخلاقي للمسيرين، وقد قدمت المؤسسات الدولية التقليدية والإسلامية الحوكمة كعلاج متطور لهذه المخاطر<sup>1</sup>.

ومن بين أهم الإستراتيجيات الضرورية لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، والتي لا بد أن تتخذ مسارات شرعية ومالية وإدارية، نذكر منها:

#### أولا: حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية

حيث يتعين هنا قيام طالب الأموال (المنشئ) بإنشاء هيئة ذات غرض خاص كشركة مساهمة، يكون رأسمالها قسمة الصكوك المصدرة، ويمتلك حملة الصكوك حصصا على المشاع فيها بنسبة ما يحملونه من صكوك ولا بأس أن يحتفظ طالب المال بنسبة من الصكوك فتكون له حصة في رأسمال الهيئة. ومن الممكن في هذه الحالة أن يعينه حملة الصكوك إن أرادوا مديرا للهيئة الخاصة بمراقبة، ولكنهم بصفتهم ممثلين سوف يقومون بمراقبة أعمال الهيئة ومحاسبة إدارتها كل فترة مالية<sup>2</sup>.

مع ضرورة تطبيق الحوكمة على مختلف أطراف عملية التصكيك التي تربطهم عقود في هيكل التصكيك، هذا من شأنه التخفيف والتقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك، مع ضرورة أيضا حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في صيغ التمويل الإسلامية التي تبنى عليها إصدارات الصكوك الإسلامية<sup>3</sup>.

#### ثانيا: حوكمة الهيئات الشرعية

إن طرح آليات وإستراتيجيات لتطوير الحوكمة في عمل الهيئات الشرعية من شأنه أن يقلل الكثير من المخاطر نظرا 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<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، مرجع سابق، ص: 20.

<sup>2</sup> معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد: أسواق الصكوك الإسلامية ووسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية والرقابية، مرجع سابق، ص: 15-

16.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 269.

<sup>4</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 20.

ونحاول من خلال ما يلي تلخيص أهم الآليات والإستراتيجيات الضرورية لتفعيل الحوكمة في المؤسسة المالية الإسلامية:

- 1- تأهيل أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية تأهيلاً مالياً محاسبياً، بالإضافة إلى التأهيل الشرعي ليكونوا ذا إمام بالمعاملات المالية وآليات تنفيذها، والطرق المحاسبية فيها، كي يكون حكمه على تلك المعاملات صحيحاً، ولا يكفي لتحقيق هذه الغاية مجرد وجود ثقافة مالية محاسبية يسيرة، وذلك لأن المعاملات المالية هي أكثر تشعباً وتعقيداً من أن تحتويها الثقافة المالية اليسيرة.
- 2- التأكد من تحقق الشروط الواجب توافرها في عضو هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سواء أكانت تلك الشروط المتعلقة بالعدالة أو تلك المتعلقة بالعلم فلا بد أن يتسم عضو هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بالسلوك الشرعي القويم وبالإخلاص، والنزاهة. كما ولا بد من أن يكون الرقيب الشرعي على علم واسع بالفقه المقارن وأصول الفقه والاقتصاد الإسلامي، كما ولا بد أن يكون المستشار أو الرقيب الشرعي ذا إمام بمقاصد الشريعة وقواعدها الكلية، بحيث لا يبقى جامداً على فهم قديم للنصوص الشرعية.
- 3- استقلالية أعضاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية له الأثر الأكبر على إضفاء الثقة والمصداقية على فتاوى هذه الهيئة وقراراتها وتوصياتها ومعيار الاستقلالية هو العلاقة التي تربط هذه الهيئة بالمصرف بطريقة توجد الموضوعية والحيادية.
- 4- العمل على إيجاد البديل الشرعي والواضح للمعاملات التي يتم الاعتراض عليها وعدم الاكتفاء بمجرد الإفتاء بعدم صحتها.
- 5- نزول أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية إلى الميدان، وعدم الاكتفاء بإصدار الفتاوى والقرارات من وراء المكاتب.
- 6- الاستعانة بأهل الخبرة والاختصاص في المجالات التي تحتاجها هيئة الفتوى في عملها، وبدخل في ذلك الاستعانة بالأخصائيين المصرفيين وأهل الاقتصاد، كما يدخل فيه أيضاً جواز الاستعانة بالآراء الفقهية المتبناة من قبل هيئات الفتوى والرقابة التابعة للمصارف الأخرى، وتبادل الآراء والأفكار لتطوير العمل المصرفي الإسلامي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عبد المجيد الصالحين: الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني - طرابلس -، ليبيا، يومي 27- 28 أبريل 2010، ص: 27-30.

### خلاصة الفصل:

يتبين لنا من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل إلى أن التعامل بالصكوك الإسلامية يفرز العديد من المخاطر ومن أهمها المخاطر المالية التي تتضمن كلا من مخاطر الائتمان، السوق، السيولة، مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى المخاطر التشغيلية، والمخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية.

كما توصلنا أيضا إلى أن منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية يمر بعدة خطوات تتمثل في تحديد المخاطر، تقييمها، ضبطها، تنفيذها، ثم مراقبتها ومراجعتها، وتتوزع مسؤولية هذه الإدارة على عدة جهات منها: المراقبون أو السلطات الإشرافية، المساهمون، مجلس الإدارة، وكذا الإدارة التنفيذية، لجنة التدقيق الداخلي، المدققون الخارجيون، ومن هذه الجهات أيضا حملة الصكوك، الشركة ذات الغرض الخاص وهي من أكثر الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية باعتبارها وكيل ومنظم إصدار يتولى إصدار الصكوك الإسلامية وإدارتها.

تتعدد آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فمنها ما هو ذو طبيعة تقليدية كدراسة الجدوى والضمانات والاحتياطات والتنويع، ومنها ما هو ذو طبيعة إسلامية كالتأمين التعاوني والتحوط باستخدام المشتقات المالية، إضافة إلى آلية الحوكمة.

## الفصل الثالث

**تمهيد:**

لقد أثبتت الكثير من تجارب إصدار الصكوك الإسلامية قدرتها على تمويل المشروعات وميزانيات الحكومات، غير أننا سنكتفي بدراسة التجربة السودانية، حيث تعد تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية السيادية.

ففي إطار التحول الذي عرفه النظام المصرفي للعمل وفق صيغ تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أصدرت الحكومة السودانية عام 1995 "قانون صكوك التمويل" وكان أول خطوة في إيجاد بدائل استثمارية وتمويلية للسندات الربوية، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشاريع الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، إلا أن هناك بعض المخاطر تواجه الصكوك السودانية ولذلك فإن الأمر يقتضي السعي في إيجاد آليات لإدارة مخاطرها.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى:

**المبحث الأول:** النظام المصرفي والمالي في السودان.

**المبحث الثاني:** صناعة الصكوك الإسلامية في السودان.

**المبحث الثالث:** الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.

## المبحث الأول: النظام المصرفي والمالي في السودان

مرّ النظام المصرفي في السودان بعدة مراحل بدأت قبل الاستقلال منذ عام 1903م حيث كان أول بنك فتح هو فرع البنك الأهلي المصري، وتتابع بعد ذلك فروع البنوك الأجنبية وظلت هذه المرحلة هي مرحلة البنوك الأجنبية حتى عام 1957م حيث افتتح البنك الزراعي السوداني في عام 1957م كأول بنك وطني في السودان وتتابع بعد ذلك البنوك التجارية.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

**المطلب الأول:** تطور الجهاز المصرفي السوداني ومراحل إصلاحه.

**المطلب الثاني:** واقع قطاع البنوك والمؤسسات المالية في السودان.

### المطلب الأول: تطور الجهاز المصرفي السوداني ومراحل إصلاحه

فيما يلي المراحل التي مر بها تطور الجهاز المصرفي السوداني وهي:

#### الفرع الأول: مرحلة النظام المصرفي الربوي بالكامل

تمثل هذه المرحلة الفترة التي امتدت منذ الاستقلال في عام 1956م بداية عهد البنوك التجارية الوطنية. حتى عام 1978 حيث أسس بنك فيصل الإسلامي، وكانت السيادة في هذه المرحلة للفكر الاقتصادي الرأسمالي والنظام المصرفي يقوم على قاعدة الربا. فارتكز عمل كل البنوك التجارية في علاقاتها المصرفية وتعاقباتها المالية على سعر الفائدة، فكانت هي الحافز على الادخار والحق الذي يمنح لحملة الودائع. حيث يعرف البنك في ظل النظام المصرفي الرأسمالي يعرف البنك بأنه تاجر ديون (يقترض بفائدة أدنى ويقرض بفائدة أعلى ويجنى الفرق بين السعرين). وبهذا يصبح سعر الفائدة والتحكم فيه ارتفاعاً وهبوطاً هو المؤشر الذي يحدد اتجاهات السياسة النقدية والتمويلية. وهكذا كانت السياسة النقدية والتمويلية تعتمد على آلية سعر الفائدة في كل الإجراءات التي تركز عليها السياسة النقدية، فكان سعر الفائدة على الودائع هو المحرك الأساسي الذي تعتمد عليه البنوك في استقطاب الودائع، كما كان سعر الفائدة للمقترضين هو المحدد لحركة توزيع موارد البنوك بين الاستخدامات المختلفة يضاف إلى ذلك في أدوات السياسة النقدية الأدوات التقليدية الأخرى كنسب الاحتياطي القانوني والتدخل المباشر.

#### الفرع الثاني: مرحلة النظام المصرفي المزدوج

وتمثل هذه المرحلة الفترة الممتدة من منتصف السبعينات (ما بعد عام 1976) إلى منتصف الثمانينات عام 1983 حيث أصدر الرئيس نميري التشريعات الإسلامية وتكاملت بهذه الإجراءات التشريعية القناعة لدى العديد من أرباب الأموال في استثمار أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ثم بدأ تأسيس البنوك الإسلامية بدءاً ببنك فيصل الإسلامي وبنك التضامن ثم لحقته مجموعة من البنوك الأخرى. وبهذا أصبح النظام المصرفي يعمل بنظامين- النظام الربوي تمثله البنوك التجارية التقليدية والنظام الإسلامي وتمثله باكورة البنوك الإسلامية. وهكذا كان المرتكز الغالب على السياسة النقدية في تلك الفترة هو الأدوات

## الفصل الثالث.....حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

الربوية، ولم تكن للبنك المركزي وقتها توجهات ولا آليات يتعامل بها مع النظام المصرفي الإسلامي سوى نسب الاحتياطي النقدي واحتياطي السيولة الداخلية وسياسة التدخل المباشر وسياسات توزيع السقوف الائتمانية.

### الفرع الثالث: مرحلة النظام المصرفي الإسلامي

بدأت هذه المرحلة في عام 1983م بعد تطبيق الشريعة الإسلامية وبعد صدور قانون المعاملات الذي ألزم كل النشاط الاقتصادي في السودان بالمعاملات الشرعية، حيث أصدر بنك السودان بموجب هذا القانون منشوراً ألزم فيه البنوك التجارية بالتحوّل إلى الصيغ الإسلامية وإزالة الربا من كل معاملاتها واستمرت هذه المرحلة حتى عام 1991م. وقد أصبح الربا محرماً بالقانون ولم تعتبره المحاكم حقاً يطالب به، وعاقبت من يتعامل به. وفي هذه المرحلة بدأت البنوك التجارية في الانتقال الشكلي إلى النظام المصرفي الإسلامي ولكن واجهتها جملة من العقبات أهمها:

**أولاً:** عدم قدرة العاملين في هذه البنوك على استيعاب طرق التمويل الإسلامي.

**ثانياً:** عدم القناعة لدى بعضهم بمفهوم النظام المصرفي الإسلامي وبالتالي شيوع التعامل الصوري في هذه البنوك.

**ثالثاً:** صعوبات الانتقال القانوني واللائحي والمهني والإجرائي في هذه البنوك حيث كانت تسود فيها ثقافة النظام الربوي.

### الفرع الرابع: مرحلة تعميق وإصلاح النظام المصرفي الإسلامي

بدأت هذه المرحلة في عام 1990م بعد قيام ثورة الإنقاذ الوطني وتبنيها للمنهج الإسلامي في جميع مناحي الحياة السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وتمت في هذه المرحلة مراجعات كاملة للقوانين واللوائح والنظم بما يضمن الالتزام الإسلامي في البنوك التجارية، وصدر في هذه المرحلة قانون تنظيم العمل المصرفي لسنة 1991م وأنشئت الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية في 1992م بموجب قرار وزير المالية والاقتصاد الوطني رقم 184<sup>1</sup>.

### الفرع الخامس: مرحلة تطبيق النظام المصرفي المزدوج

ابتداء من عام 2006م تغير هيكل الجهاز المصرفي بعد توقيع اتفاقية السلام النهائي، وقد أشارت الاتفاقية بصورة واضحة وجلية إلى تطبيق النظام التقليدي، وكان من نتائج ذلك إغلاق فروع المصارف الشمالية في الجنوب ككل، على أن يكون النظام المصرفي إسلامياً في الشمال وتقليدياً في الجنوب أي

<sup>1</sup> أحمد مجذوب أحمد: تطبيق الصيغ الإسلامية في النظام المصرفي وأثره على السياسات النقدية، موسوعة التوثيق الشامل، الموقع الإلكتروني: <http://www.tawtheegonline.com/vb/forumdisplay.php?f=358>، تاريخ الإطلاع: 2015/04/12، ساعة الإطلاع: 14:30.

أصبح النظام المصرفي نظاماً مزدوجاً<sup>1</sup>. ولكن بعد انفصال الجنوب صارت كل البنوك في السودان تعمل بالنظام المصرفي الإسلامي.

### المطلب الثاني: واقع قطاع البنوك والمؤسسات المالية في السودان

يشمل قطاع البنوك بنك السودان المركزي والبنوك العاملة، أما المؤسسات المالية فتشمل شركات الصرافة، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، صندوق ضمان الودائع المصرفية، سوق الخرطوم لأوراق المالية، سوق التأمين والوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات.

#### الفرع الأول: الجهاز المصرفي

##### أولاً: بنك السودان المركزي

تتلخص مهام بنك السودان المركزي حسب ما ورد في المادة (6) من قانونه لسنة 2000 (تعديل 2012) في المحافظة على استقرار سعر الصرف وكفاءة النظام المصرفي، تعديل في إصدار العملة بأنواعها وتنظيمها ومراقبتها، ووضع السياسة النقدية وتنفيذها، وتنظيم العمل المصرفي ورقابته والإشراف عليه، والعمل على تطويره وتنميته ورفع كفاءته بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة، بالإضافة إلى عمله كبنك الحكومة ومستشار ووكيل لها في الشؤون النقدية والمالية لها.

##### ثانياً: البنوك العاملة

بلغ عدد البنوك العاملة في السودان 37 بنكا بنهاية عام 2013، مقارنة بـ 35 بنكا بنهاية عام 2012، حيث شهد عام 2013 دخول مصرفين هما مصرف قطر الإسلامي وبنك الرواد للتنمية والاستثمار، والجدول التالي يوضح تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013.

#### **الجدول رقم(3-1): تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013**

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013
العدد	38	39	33	35	37

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.

<sup>1</sup> عبد المنعم محمد الطيب: آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006-2008م، بحث مقدم إلى: المؤتمر المصرفي العربي السنوي، اتحاد المصارف العربية، دبي، يومي 19-20 أبريل 2009، ص:ص: 6-9.

### الفرع الثاني: المؤسسات المالية

#### أولاً: شركات الصرافة

أنشئت بموجب لائحة تنظيم الصرافة الصادرة في سبتمبر 1995، وتعمل في مجال التعامل الآني في النقد الأجنبي بيعة وشراء ومجال التحويلات الخارجية، وقد بلغ عددها 22 شركة صرافة بنهاية عام 2013، والجدول التالي يوضح تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013.

#### **الجدول رقم(2-3): تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2009 إلى 2013**

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013
العدد	20	19	17	21	22

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.

#### ثانياً: شركة السودان للخدمات المالية

تم إنشاؤها بواسطة بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني في عام 1998، لتعمل في مجال إصدار وتسويق الصكوك والأوراق المالية الإسلامية مثل شهادات مشاركة الحكومة (شهادة) وشهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادات التمويل الحكومي.

#### ثالثاً: شركات التأمين

والتي تقوم بتوظيف مواردها في تغطية المخاطر والاستثمار في حالة قيامها بنشاطات تمويلية أو إصدار خطابات ضمان.

#### رابعاً: صندوق ضمان الودائع المصرفية

أنشئ بموجب قانونه الصادر في فيفري 1996، وذلك لتدعيم الثقة في الجهاز المصرفي عن طريق حماية حقوق المودعين، والمحافظة على استقرار وسلامة البنوك بالإضافة إلى جبر الأضرار عند حدوث انهيار لأحد البنوك، وذلك بالتنسيق مع البنك المركزي واتحاد البنوك السودانية ويعمل على أساس شرعي.

#### خامساً: سوق الخرطوم للأوراق المالية

أنشئ في أكتوبر 1994 وبدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في ذات العام، بينما تم افتتاح السوق الثانوية (سوق تداول الأسهم) في جانفي 1995، ويقوم هذا السوق بدور أساسي في الاقتصاد من خلال وظيفته في تجميع المدخرات واستثمارها عبر آلية تداول الأسهم والسندات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> صابر محمد حسن: تقييم محاولات إصلاح الجهاز المصرفي ودوره في تمويل التنمية، سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث الإحصاء، بنك السودان، الإصدار رقم(3)، جوان 2004، ص: 13-14.

## المبحث الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان

في ظل انتهاج السودان النظام المصرفي الإسلامي الذي يقضي بعدم التعامل بالأدوات التقليدية القائمة على الفائدة، كان لا بد للبنك المركزي السوداني أن يستخدم أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية:

**المطلب الأول:** الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية.

**المطلب الثاني:** الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية

#### الفرع الأول: شهادات مشاركة الحكومية (شهادة)

قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 08/05/1999م بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وقد بلغت القيمة الاسمية للشهادة الواحدة خمسمائة ألف دينار<sup>1</sup>. وعلى الرغم من أن الهدف الأساسي من وراء إصدار شهادة كان هو توفير آليات للبنك المركزي تعينه في إدارة السيولة، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة بدلا من اللجوء للاستدانة من القطاع المصرفي. وتتميز هذه الشهادة بالخصائص التالية:

**أولاً:** تمثل وسيلة لتمويل عجز الموازنة وآلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي.

**ثانياً:** تمثل وسيلة لتجميع المدخرات الوطنية وتشجيع المؤسسات والأفراد على استثمار فوائضهم وتساعد في تطوير سوق النقد.

**ثالثاً:** لها عائد مرتفع يتراوح الآن بين 28-33% وهي عائدات حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق.

**رابعاً:** لها فترة سريان محددة بعام كامل وهناك خطوات لإصدار شهادات بفترة سريان أقل.

**خامساً:** سهولة التسييل ولها سوق ثانوية متطورة.

**سادساً:** تسجل الشهادات بأسماء من يحملها في سجل خاص.

**سابعاً:** قابلة للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

**ثامناً:** تعرض عن طريق مزادات في فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة<sup>2</sup>.

وتتلخص آلية عمل شهادات شهادة في طرح الشهادات للشراء في حالة سحب السيولة، أما في حالة

ضخ السيولة فتوجه الشركة بشراء الشهادات أو خفض كمية الإصدار وتصدر هذه الشهادات في فترات

<sup>1</sup> يوسف الفكي عبد الكريم حسين: السياسة النقدية في الإطار الإسلامي (التجربة السودانية خلال الفترة 1997-2008م)، بحث مقدم للمؤتمر

الدولي الرابع بعنوان : الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، جامعة الكويت، يومي 15- 16 ديسمبر 2010، ص: 14.

<sup>2</sup> صابر محمد حسن: تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، دراسة مقدمة إلى الاجتماع السنوي الخامس والعشرين لمجلس محافظي

المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، أبوظبي، سبتمبر 2001، ص: 20.

## الفصل الثالث.....حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

استحقاق متفاوتة هي عام، تسعة أشهر، ستة أشهر وثلاثة أشهر، وبفئات مختلفة مائة ألف دينار، مائتي ألف دينار وخمسمائة ألف دينار وبذلك يتمكن كبار وصغار المستثمرين من الاستثمار فيها بحسب مقدرتهم المالية وللأجل التي يرغبون فيها.

ويتم تحديد القيمة الاسمية للشهادة وفقا للمعادلة التالية:

$$M= N/C$$

حيث:

M: القيمة الاسمية.

N: صافي حقوق الملكية المملوكة للحكومة في المؤسسات المنتقاة لأغراض إصدار شهادات شهامة.

C: عدد الشهادات المصدرة.<sup>1</sup>

وبوضح الجدول الموالي تطور شهادات المشاركة الحكومية خلال الفترة 2009-2013.

**الجدول رقم (3-3): تطور شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) للفترة 2009-2013**

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة الكلية (ملايين الجنيهات)
2009	14864268	7432.13
2010	18904639	9452.3
2011	22279547	11139.7
2012	25972660	12986
2013	28262676	14131.3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي

2009،2010،2011،2012،2013

تشير بيانات الجدول أعلاه إلى أن عدد شهادات المشاركة الحكومية المصدرة في ارتفاع مستمر حيث ارتفع عددها من 14864268 شهادة سنة 2009 إلى 28262676 شهادة في سنة 2013، ونفس الشيء بالنسبة لقيمتها وهذا يبين الإقبال المتزايد عليها.

### الفرع الثاني: شهادات الاستثمار الحكومية (صرح)

يتم إصدار هذه الشهادات وفقا المضاربة، وهي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ويتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولى عبر شركة السودان للخدمات المالية. وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشاريع البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة، وتهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تحقيق الآتي:

<sup>1</sup> يوسف الفكي عبد الكريم حسين: مرجع سابق، ص: 15.

أولاً: تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار .

ثانياً: إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوح.

ثالثاً: تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.

رابعاً: توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنى التحتية.

خامساً: تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات<sup>1</sup>.

ويوضح الجدول الموالي تطور شهادات الاستثمار الحكومية خلال الفترة 2009-2013.

الجدول رقم(3-4): تطور شهادات الاستثمار الحكومية(صرح) للفترة 2009-2013

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة الكلية(ملايين الجنيهات)
2009	20223815	2022.38
2010	18264017	1826.3
2011	19442477	1944.2
2012	14761555	1476.3
2013	00	00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي

2009،2010،2011،2012،2013

تشير بيانات الجدول أعلاه إلى انخفاض عدد شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) المصدرة من 20223815 شهادة بقيمة 2022.38 مليون جنيه خلال سنة 2009 إلى 18264017 شهادة بقيمة 1826.3 مليون جنيه خلال سنة 2010، بينما ارتفعت في سنة 2011، لتعود إلى الانخفاض في سنة 2012، ويتضح من الجدول أيضاً أن سنة 2013 لم يشهد تداولاً لشهادات الاستثمار الحكومية مقارنة بسنة 2012.

### الفرع الثالث: شهادات إجارة مصفاة الخرطوم(شامة)

عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول مصفاة الخرطوم وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية. تم إصدارها خلال العام 2010 وتحقق عائد سنوي مابين(12% - 14%)<sup>2</sup>.

وتهدف شهادات(شامة) إلى إصدار أدوات مالية(صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول مصفاة وعرضها للمستثمرين، وتوسيع عرض الأوراق المالية

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي: التقرير السنوي الحادي والخمسون للعام 2011، ص: 83.

<sup>2</sup> بنك السودان المركزي: التقرير السنوي الخمسون للعام 2010، ص: 63.

## الفصل الثالث.....حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال إضافة ورقة مالية جديدة وتوفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد<sup>1</sup>.

ويوضح الجدول الموالي تطور شهادات إجارة مصفاة الخرطوم خلال الفترة 2009-2013

الجدول رقم (3-5): تطور شهادات إجارة مصفاة الخرطوم(شامة) للفترة 2009-2013

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة الكلية(ملايين الجنيهات)
2009	00	00
2010	2844345	1422.2
2011	3784000	1892
2012	3784000	1892
2013	00	00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي

2009،2010،2011،2012،2013

يتضح من الجدول أعلاه أن سنة 2009 و 2013 لم يشهد أي تداول لشهادات إجارة مصفاة الخرطوم، ويلاحظ أيضا ارتفاع عدد شهادات إجارة مصفاة الخرطوم(شامة) المصدرة من 2844345 شهادة بقيمة 1422.2 مليون جنيه خلال سنة 2010 إلى 3784000 شهادة بقيمة 1892 مليون جنيه خلال سنة 2011، 2012.

### الفرع الرابع: شهادات إجارة البنك المركزي(شهاب)

تم إصدار هذه الشهادة في 30 أوت 2005م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي(شمم)، تصدر هذه الشهادات استنادا إلى عقود الإجارة واعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات، وهي قابلة للتداول بين البنوك فقط ولا يجوز تداولها إلا مع البنك المركزي بيعا وشراء(ليست للجمهور)، وتستخدم لإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد<sup>2</sup>. وتتميز هذه الشهادة بالخصائص التالية:

أولاً: العلاقة بين المستثمرين والشركة(شركة السودان للخدمات المالية المحددة) تقوم على أساس عقد الوكالة، كما أن العلاقة بين الشركة(الوكيل) وبنك السودان المركزي يبنى على أساس شراء الأصل وتأجيله له(إجارة العين لمن باعها).

ثانياً: تتمثل مستحقات حامل الصك في الأجرة الشهرية، وقيمة الصك في السوق، حيث يوزع العائد من الإيجار على النحو التالي: 95% لحملة الصكوك، و 5% للشركة(الوكيل).

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي: : التقرير السنوي الحادي والخمسون للعام 2011، مرجع سابق، ص: 85.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سابق، ص: 22.

## الفصل الثالث.....حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

ثالثا: تعتمد الأرباح على عائد الإجارة الفعلي ومؤشرات دراسة الجدوى التي تشير إلى أن العائد المتوقع للإجارة يتراوح بين 10%-12% سنويا.

رابعا: يدفع نصيب المستثمرين من عائد الإجارة شهريا ويحسب ذلك العائد من تاريخ إجارة الأصل.

خامسا: تصدر الصكوك بسعر إصدار 100% من القيمة الاسمية للصك.

سادسا: تصدر الصكوك بفترة (100 ألف دينار) كحد أدنى للصك.

سابعا: يتم دفع قيمة الصكوك عن طريق:

1- على المستثمرين إرفاق قيمة الصكوك مع طلبات الاكتتاب.

2- يمكن سداد الصكوك بالدفع نقدا عن طريق الشيكات المصرفية والمعتمدة بالتحويل بخصم

القيمة من الحسابات البنكية.

ثامنا: هذه الصكوك قابلة للتداول والتحويل كليا أو جزئيا، ويتم بيع الصكوك وتحويلها بواسطة استمارة التحويل المعدة لهذا الغرض.

تاسعا: يخضع إصدار هذه الصكوك وجميع المستندات المتعلقة بها للقوانين السارية بحكومة السودان واللوائح التي يتم بموجبها إصدار هذه الصكوك<sup>1</sup>.

ويوضح الجدول الموالي تطور شهادات إجارة البنك المركزي خلال الفترة 2009-2013.

الجدول رقم (3-6): تطور شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) للفترة 2009-2013

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة الكلية (ملايين الجنيهات)
2009	25137	25.14
2010	128800	127.8
2011	25000	25
2012	10000	10
2013	00	00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي

2009،2010،2011،2012،2013

يتضح من الجدول أعلاه إلى ارتفاع عدد شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) المصدرة من 25137 شهادة بقيمة 25.14 مليون جنيهه خلال سنة 2009 إلى 128800 شهادة بقيمة 127.8 مليون جنيهه خلال عام 2010، بينما انخفضت في سنة 2011 واستمرت في الانخفاض خلال سنة 2012، ويتضح من الجدول أيضا أن سنة 2013 لم يشهد تداولاً لشهادات إجارة البنك المركزي.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 281.

### الفرع الخامس: شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء(نور)

هي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل(ثلاث سنوات) برأس مال قدره 758 مليون دولار أمريكي، وبقيمة اسمية قدرها 100 دولار أمريكي للشهادة الواحدة، وبعائد سنوي متوقع في حدود 7% تدفع كل ستة أشهر بنفس العملة أو ما يعادلها. وقد أنشئ الصندوق في عام 2012 بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة وتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء حيث تم تأجيرها لوزارة المالية عن طريق إجازة تشغيلية تنتهي بعرض الأصول للبيع في السوق بالسعر الجاري، بحيث يكفل لوزارة المالية حق الدخول في منافسة الشراء مع الآخرين.

يسعى الصندوق لتحقيق عدة أهداف تتمثل في توفير فرص استثمارية تحقق عوائد مجزية لحملة الشهادات من الأفراد والشركات والمؤسسات المالية المقيمين وغير المقيمين والأجانب، وتوفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية بالبلاد<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية

رغم النجاح الذي حققته بعض الشهادات التي ذكرناها، إلا أنه قد بات واضحاً وفي ظل برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية أن هذه الشهادات محدودة من حيث القيمة والعدد، وعليه رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة لاستنباط واستحداث أوراق إسلامية جديدة تستوفي شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة والتنوع وبآجال مختلفة، بحيث تلبي رغبات كافة المستثمرين بما يتلاءم مع مواردهم المالية وأوضاع السيولة لديهم، وتصلح في الوقت نفسه لاستخدامها من طرف البنك المركزي لإدارة السياسة النقدية.

### الفرع الأول: صكوك التأجير الإسلامية

صكوك التأجير الإسلامية يتم إصدارها على صيغة الإجازة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل حصة في أصول حكومية تصدرها حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني. وتهدف هذه الصكوك بصفة عامة إلى تحقيق الأهداف التالية:

**أولاً:** إدارة السيولة في الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، للتحكم في السيولة قبضاً وبسطاً عبر أداة مالية إسلامية.

**ثانياً:** تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة من موارد نقدية حقيقية، باستخدام مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة كبديل للجوء للجهاز المصرفي للتمويل بالعجز.

**ثالثاً:** تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار.

**رابعاً:** إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفصيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة.

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي: التقرير السنوي الثاني والخمسون للعام 2012، ص: 78.

ويتم إصدار هذه الصكوك وفق الشروط التالية:

- 1- تقوم الحكومة بطرح نسبة معينة من ملكيتها في بعض الأصول (30% مثلا) لصالح محافظة الصكوك الإسلامية التي تديرها إدارة الصكوك الحكومية بوزارة المالية والاقتصاد الوطني حيث تقوم ببيع هذه النسبة للمحافظة التي ستنشأ لهذا الغرض.
- 2- تقوم محافظة الصكوك الإسلامية بإصدار صكوك بقيمة هذه الصكوك وتطرح على المستثمرين من الأفراد والشركات ذات الشخصية الاعتبارية والمؤسسات المالية المختلفة في الداخل والخارج.
- 3- تقوم الحكومة ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني (أو أي طرف ثالث) باستئجار الأصل من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري وبموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك. وفي نهاية الاستحقاق يسترد المستثمر أصل الصك فقط بينما يمثل الإيجار العائد (الربح) على هذه الصكوك.
- 4- في حالة رغبة المستثمرين في بيع هذه الصكوك تمنح الحكومة أولوية لشراء هذه الصكوك حيث يلتزم كافة المستثمرين بعرضها على الحكومة لشرائها بسعر السوق. وفي حالة عدم رغبة الحكومة في الشراء يمكن عرض الصكوك على جهات أخرى لشرائها.
- 5- تصدر هذه الصكوك لمدة عام من تاريخ الإصدار وتلتزم الحكومة التزاما غير مشروط بإعادة شراء الجزء المباع من أصولها عند تاريخ استحقاق الصكوك، كما تلتزم كذلك باستمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة فترة الإصدار المحددة للصك.

#### الفرع الثاني: صكوك التنمية الإسلامية

يمكن تطوير هذا النوع من الصكوك كوسيلة لجذب واستقطاب الودائع قصيرة الأجل بهدف استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية، وذلك عن طريق توريق بعض الأصول المحسوسة المملوكة للدولة ل طرحها في شكل صكوك على المستثمرين وصولا لاستقطاب موارد نقدية حقيقية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية، وخاصة مشاريع البنية التحتية. تهدف هذه الصكوك إلى إدارة السيولة في الاقتصاد الكلي وتغطية جزء من العجز في موازنة الدولة من موارد نقدية وحقيقية باستخدام مدخرات المجتمع وإيجاد مجالات جديدة للاستثمار وتمويل مشاريع البنية التحتية خدمة للاقتصاد الوطني. يتم إصدار هذه الصكوك على النحو التالي:

**أولاً:** يقوم البنك المركزي أو أي وكيل للحكومة بتكوين صندوق مضاربة مقيدة ذات غرض محدد أو ذلك بهدف توفير الموارد اللازمة لتمويل إحدى المشاريع التنموية أو مشاريع البنية التحتية مثل الطرق والمطارات والمستشفيات والموانئ البحرية أو النهريّة.

**ثانياً:** تقوم الحكومة أو وكيلها في هذه الحالة لبيع أصول محسوسة لصندوق المضاربة الخاصة المقيدة.

**ثالثا:** يقوم مدير الصندوق بإصدار صكوك التتمية الإسلامية عن طريق توريق الأصل ويتم عرضها على المستثمرين من الأفراد والشركات على أساس ملكية مؤقتة ويتم استلام قيمة هذه الصكوك بواسطة الصندوق.

**رابعا:** يتم إعداد الترتيبات والاتفاقيات لتشييد إحدى مشاريع البنية التحتية المحددة عن طريق عقد الاستصناع (أو أي صيغة شرعية أخرى) يتم فيه تحديد كافة المتطلبات والمواصفات والإجراءات المتعلقة بتشييد المشروع إضافة لأي عقود أخرى يتطلبها الموقف.

**خامسا:** تقوم الحكومة أو أي جهة أخرى باستئجار الأصل الذي تم التعاقد على إنشائه أو بعد تشييده عن طريق الإجارة والاقتناء من المالكين وذلك مقابل عائد تأجيري يتم الاتفاق عليه بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك.

**سادسا:** يقوم مدير الصندوق بإدارة أصول وخصوم الصندوق.

**سابعا:** تلتزم الحكومة وتقدم ضمانا غير مشروط بإعادة شراء الأصل من المالكين والمشتريين عند نهاية الإصدار ويكون الشراء بالقيمة الاسمية للصك (مبلغ الإيجار يمثل العائد على الصك)، كما تلتزم الحكومة باستمرارية استئجارها للصك طيلة فترة الإصدار المحددة للصك. هذا ويدفع العائد على الصكوك (عائد التأجير) كل ثلاثة أشهر لمنح المستثمرين درجة معقولة من السيولة.

#### الفرع الثالث: صكوك السلم قصيرة الأجل

صكوك السلم قصيرة الأجل هي وحدات استثمارية في عملية مضاربة (جربتها بنجاح دولة البحرين) يقوم بموجبها البنك المركزي، بصفته مديرا لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، بشراء أصول (نפט مثلا) من الحكومة بصيغة السلم حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلا واستلام السلعة آجلا.

تعتبر صكوك السلم بديلا إسلاميا لسندات الخزنة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة وبالتالي لا تستطيع البنوك الإسلامية المشاركة فيها. ونسبة لأهمية هذه الصيغة فقد عمل بنك السودان بالتنسيق مع وزارة المالية والاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية مستفيدين من تجربة دولة البحرين الخاصة بصيغ بيع السلم في استنباط واستحداث أسلوب عملي لإصدار سندات حكومية إسلامية لا تتعارض والشريعة الإسلامية. تتلخص الأهداف الخاصة بإصدار صكوك بيع السلم الإسلامي فيما يلي:

**أولا:** تطوي أدوات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للبنوك الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى تلك الجهات والتي يستثمر جزء منها الآن خارج الاقتصاد الوطني ووفق معاملات ربوية.

**ثانيا:** استخدام صكوك السلم كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية إسلامية، إذ تعمل السلطات النقدية في السودان بالاشتراك مع الدول الإسلامية لإنشائها.

ثالثاً: إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث: الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

من خلال هذا المبحث نحاول رصد لأهم آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية التي من الممكن أن تساهم في التقليل أو الحد منها. وفي ضوء ذلك تم تقسيم هذا المبحث ليتناول المطالب التالية: **المطلب الأول:** دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك الحكومية السودانية.

**المطلب الثاني:** آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.

**المطلب الثالث:** آليات مقترحة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.

### المطلب الأول: دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك الحكومية السودانية

تبنى بنك السودان المركزي النظام المصرفي الإسلامي منذ ثمانينات القرن الماضي، ولما كانت معظم الدول والبنوك المركزية تستخدم النظام المصرفي التقليدي فإن بنك السودان المركزي لم يجد إرثاً عملياً ممارساً يعتمد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في البنوك، حيث إن النظام المصرفي العالمي ومنذ نشأته اعتمد على النظام التقليدي القائم على الفائدة الربوية وتحقيق الأرباح والمكاسب دون تغليب مصلحة المجتمع والأمة وذلك عكس ما قامت عليه النظرية المالية الإسلامية التي اعتمدت على مبادئ الشريعة الإسلامية في إدارة ونماء المال، حيث قامت معمارية النظام المالي الإسلامي على مجموعة من المبادئ والأخلاق، اعتمدت بشكل أساسي على تحريم الربا، ومنع الاستغلال، والغرر والتدليس، ونفى الجهالة. كما اعتمد تحقيق الأرباح في الشريعة الإسلامية على العمليات الإنتاجية الحقيقية المبنية على الأصول الملموسة الحقيقية مراعيًا في ذلك مبادئ الأخلاق والقيم السلوكية للفرد المسلم.

ونسبة لذلك فإن بنك السودان المركزي قد واجه ظروفًا بالغة التعقيد في إدارته للسياسة النقدية والتمويلية، وذلك لأن أدوات إدارة السياسة النقدية المعروفة في الاقتصاد الغربي لا تلبي حاجة النظام المصرفي الإسلامي فحسب، بل تتعارض معه نظراً لاعتمادها على الفوائد الربوية، ومن هنا كان لابد من الاجتهاد لاستنباط صيغ وأدوات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية والتمويلية فيما يخص إدارة السيولة في الاقتصاد وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإدارة السيولة النقدية لدى البنوك الإسلامية.

<sup>1</sup> صابر محمد حسن: إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي- تجربة السودان-، سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث الإحصاء، بنك السودان، الإصدار رقم(2)، ماي 2004، ص: 35-38.

### الفرع الأول: هيئات الرقابة الشرعية ودورها في الضبط الشرعي

تعرف الرقابة الشرعية بأنها فحص واختبار مدى التزام المؤسسة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، ويشمل ذلك فحص العقود والاتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات والقوائم المالية والتقارير، ووفقاً لهذا يحق لهيئة الرقابة الشرعية الإطلاع على كافة الأعمال والمستندات والدفاتر والسجلات والمعاملات التي أجرتها المؤسسة الإسلامية للتوصل إلى مدى اتساقها مع الأحكام الشرعية ولذلك نص على أن يكون لكل بنك إسلامي هيئة للرقابة الشرعية، تتعاون مع إدارات وأجهزة المصرف المختلفة لأداء المهمة المذكورة أعلاه.

#### أولاً: الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان

أنشأ بنك السودان المركزي الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المصرفية كأول هيئة رقابة شرعية في العالم الإسلامي ويهدف البنك المركزي من وراء ذلك إلى تكامل الجهود بينه وبين هيئة الرقابة الشرعية إلى تطوير العمل المصرفي الإسلامي. وهي هيئة مستقلة في أدائها للمهام الموكلة إليها، ولكنها تعمل بالتنسيق والتعاون مع بنك السودان المركزي، كما أن إدارات البنك المتخصصة هي الذراع التنفيذي الفعال لإنزال فتاوى الهيئة وقراراتها إلى واقع التنفيذ العملي.

قد تم تكوين الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان في العام 1992م كهيئة متخصصة تهدف إلى مراقبة ومتابعة مدى التزام البنوك والمؤسسات المالية بما فيها بنك السودان المركزي بتطبيق الصيغ الإسلامية في المعاملات وإصدار الفتاوى والأحكام فيما يعرض عليها من مشاكل كما أنه منوط بها الاجتهاد لاستنباط صيغ وأدوات مالية إسلامية لتلبية حاجات المجتمع في التمويل. وفي إطار الأهداف المنوط بالهيئة القيام بها فقد أصدرت الهيئة عبر البنك المركزي العديد من الفتاوى والمنشورات والتوجيهات التي تهدف إلى ضمان شرعية التعامل بالصيغ والأدوات المالية الإسلامية ومن ذلك:

- 1- النص على أن يكون لكل بنك أو مؤسسة مالية هيئة رقابة شرعية.
- 2- تخويل إدارات الرقابة المصرفية بعد التأهيل والتدريب إلى مراجعة عمل المصارف من الناحية الشرعية - مع الهيئة العليا.
- 3- تخويل إدارة البنوك للتفتيش والمراجعة من خلال سلطة مراجعة الأعمال من الناحية الشرعية بالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية في كل مصرف.
- 4- ضرورة تعيين مراقب شرعي في كل مصرف.
- 5- إصدار منشورات ملزمة للمصارف بالالتزام بتطبيق الإجراءات الواردة في المرشد الفقهي الصادر من الهيئة العليا للرقابة الشرعية.

6- منع التعامل بالصيغ التي لم ترد فيها فتوى واضحة وصريحة من الهيئة.

7- الالتزام بالصيغ الصادرة من الهيئة لممارسة العمل المصرفي.

#### ثانياً: المعايير المحاسبية الإسلامية

يعتبر بنك السودان المركزي من البنوك المركزية الإسلامية المؤسسة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (بالبحرين) وأول البنوك المركزية التزاماً بمعاييرها حيث أصدر بنك السودان المركزي معايير هذه الهيئة في منشورات، وألزم البنوك بتطبيقها ويهدف من إصدار وتطبيق هذه المعايير إلى تزويد البنوك والمؤسسات المالية بمراشد تعينها في تطبيق النشاط المصرفي وفق أحكام الشريعة ويعتمد البنك على هذه المعايير في تنفيذ عمليات الرقابة.

#### ثالثاً: المعايير الرقابية الإسلامية

كذلك كان للبنك المركزي دور فاعل ورئيسي في إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية (بماليزيا) وهي هيئة تعنى بإصدار المعايير الرقابية المعتمدة على هدى الشريعة الإسلامية. ويعتبر بنك السودان المركزي من أوائل البنوك المركزية التي التزمت بتطبيق معايير هذا المجلس بل وإلزام جميع البنوك السودانية للعمل بها وتطبيقها. وقد عمل بنك السودان المركزي على إنشاء وحدة خاصة بالمعايير الإسلامية كما أصدر المنشورات الملزمة للبنوك بتطبيق معايير المجلس ومن ذلك:

1- معيار كفاية رأس المال.

2- موجبات إدارة المخاطر.

3- منشورات تطبيق معيار الضبط المؤسسي.

4- متطلبات الشفافية والإفصاح.

#### رابعاً: المعايير الأخلاقية

يعتمد البنك المركزي على وسيلة الإقناع الأدبي للبنوك في تطبيق الصيغ والمعاملات الإسلامية مستنداً في ذلك إلى النواحي العقائدية والسلوكية التي نصت عليها الشريعة الإسلامية والتي يلتزم بها المسلمون مثل عدم الاستغلال ومنع الاحتكار من منطلق التوجيه النبوي الكريم بأن (تحب لأخيك كما تحب لنفسك) كما يسعى إلى استغلال الجانب الروحي لدى المسلمين لخدمة أهداف المجتمع.

#### الفرع الثاني: آليات الرقابة (المراقب الشرعي - المفتش المصرفي)

في سبيل ترسيخ دعائم التجربة المصرفية الإسلامية عمل بنك السودان المركزي على إصدار اللوائح والمنشورات والتوجيهات والمعايير الحاكمة والمنظمة للعمل المصرفي وفي سبيل تحقيق الالتزام بتطبيق هذه المعايير واللوائح والتوجيهات عمل البنك كذلك على تطوير آليات وأساليب الرقابة المصرفية والشريعة للعمليات، وذلك في سعى منه لتحقيق وضمان سلامة واستقرار النظام المصرفي، ويمارس بنك السودان أنماطاً متعددة من الرقابة منها المباشر مثل التفتيش الميداني بشقيه المصرفي، والشرعي عبر المفتشين

الميدانيين المتخصصين في مجالات العمل المصرفي. كما يضم متخصصين في مجال التفتيش الشرعي إضافة إلى ذلك فقد أُلزم البنك البنوك بتعيين أحد علماء الاقتصاد والشريعة ليكون مراقباً شرعياً للمصرف وعمل بنك السودان عبر ذراعه المتخصص للتدريب (أكاديمية السودان للعلوم المالية والمصرفية) على تأهيل هؤلاء المفتشين وتسلحهم بالخبرة والعلوم المصرفية والشريعة. وهناك الرقابة غير المباشرة التي تتم عبر الرواجع الإلكترونية التي تصل للبنك المركزي من البنوك والمؤسسات المالية.

### الفرع الثالث: الضبط والرقابة الشرعية على الصكوك

كما أسلفنا فإن بنك السودان المركزي وفي سبيل إدارته للسياسة النقدية والسيولة في الاقتصاد عمد بالتعاون والتنسيق التام مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية إلى ابتكار واستحداث أدوات وآليات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية للاقتصاد، والتي يتم طرحها عبر شركة السودان للخدمات المالية والتي أنشأها بنك السودان لهذا الغرض<sup>1</sup>.

#### **أولاً: دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية في الضبط الشرعي لهذه الصكوك**

تلعب الهيئة العليا للرقابة الشرعية دوراً رئيسياً وأساسياً في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان بحيث لا يتم إصدار الصكوك والشهادات وطرحها إلا بعد اعتماد الهيئة لها وإجازتها بعد عدة قراءات ومناقشات ومراجعات ويبدأ دور الهيئة منذ التفكير في إصدار الورقة المالية مروراً بدراستها وتصنيفها الشرعي وتكييفها تحت أحد العقود الإسلامية المعروفة (مثل المشاركة أو الإجارة.. الخ) ولا يقتصر دور الهيئة العليا للرقابة الشرعية على هذا فحسب وإنما تراجع نشرة الإصدار الوافية والمفصلة إظهاراً لحجم المخاطر ومؤشرات الجدوى الفنية والإدارية والجهات المحايدة لمراعاة حقوق حاملي الصكوك. وبذلك فإن الصكوك والإصدارات المالية الإسلامية لا تصدر إلا بعد الدراسة الوافية والإقرار من الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالبنك والمؤسسات المالية الأخرى. كما أن صكوك الدولة والبنك المركزي لا تصدر أيضاً إلا بعد استكمال شروط المراجعة والمراقبة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية، أضف إلى ذلك أن الشركة التي تتولى إصدار الصكوك والأوراق المالية إنابة عن الدولة (شركة الخدمات المالية) لديها هيئة رقابة شرعية تراجع الصكوك والأوراق المالية قبل صدورهما، وعلى هذا فإن عملية إصدار الصكوك والأوراق المالية الإسلامية تخضع لرقابة أولية ونهائية. كما أن الصك لا يصدر إلا بعد إعداد نشرة وافية للإصدار وبها إقرار من الهيئة الشرعية للجهة المصدرة.

وتحرص هيئات الرقابة الشرعية على توافق الإصدارات مع أحكام الشريعة الإسلامية كما تحرص على أن تكون العقود واضحة وغير مبنية على غرر أو جهالة أو غش وما لم تتوفر هذه الصفات في الصكوك فإنها تنتقل مباشرة إلى سندات ربوية غير إسلامية. ووفقاً لهذا الدور الهام للهيئة العليا للرقابة

<sup>1</sup> صابر محمد حسن: دور الهيئات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى، تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي - جدة-، المملكة العربية السعودية، يومي 18-19 أوت 2010، ص: 126-133.

الشرعية فإن قانون إنشائها قد نص على أن يكون أعضاؤها من علماء الشريعة الإسلامية بالإضافة إلى مستشارين اقتصاديين، ولا شك أن تكوين الهيئة ومؤهلات أعضائها تؤثر كثيراً على أنواع الصكوك والأوراق المالية المصدرة بواسطتها بمعنى أن هذه الصكوك تكتسب قوتها من قوة وكفاءة مؤهلات الهيئة المصدرة لها<sup>1</sup>.

كما أن هناك لجنة إصدارات صكوك التمويل منشأة بقرار من وزير المالية والاقتصاد الوطني تعمل على مراجعة ومراقبة الإصدارات والمحافظ التمويلية والصناديق من الناحية الفقهية والشرعية وتضم هذه اللجنة في عضويتها خبراء في الاقتصاد وعلماء في الشريعة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

هناك طرق أخرى تتم من خلالها الوقاية من مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان وفي حدود بحثنا وإطلاعنا وقفنا على أهم الآليات التالية:

#### الفرع الأول: التنوع

حيث نجد أن هذا المبدأ الاستثماري يكمن في هيكله بعض الإصدارات، منها شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، حيث نجد أن تكوين الصندوق الذي تستند عليه إصدارات الصكوك يتسم بالتنوع: فهو يضم أصولاً حقيقية لعدة شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، وينسب مقاربة لأهم الشركات ذات الربحية العالية الناتجة عن الإدارة المتميزة، هذا التنوع القطاعي الذي تتميز به هيكله هذه الشهادات من شأنه أن يقلل من المخاطر الاستثمارية، ذلك أنه من غير المحتمل أن تنخفض إنتاجية كل الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية وفي وقت واحد<sup>3</sup>.

#### الفرع الثاني: الاحتياطات

يعد تكوين الاحتياطات إحدى آليات إدارة مخاطر الاستثمار بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، وأجازها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة المنعقدة في فيفري 1988 بجدة. وقد تعرض لها قانون صكوك التمويل 1995 السوداني في فصله الرابع، وتضمن ما يلي:

أولاً: لا يجوز للجهة المصدرة أن تقنتع جزءاً من الربح إلا بإذن مسبق من أرباب الأموال لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال، على أن لا يشتمل ذلك المخاطر الناتجة عن الإهمال والتقصير من المضارب.

<sup>1</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد: تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص: 39.

<sup>2</sup> صابر محمد حسن: دور الهيئات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى، مرجع سابق، ص: 137.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سابق، ص: 29-30.

**ثانياً:** يجوز للهيئات المصدرة أن تتكافل وتتعاون فيما بينها ومع غيرها لإنشاء صندوق لجبر المخاطر التي يتعرضون لها. ويجوز للجنة الواحدة أن تنشئ صندوق من إصداراتها المختلفة على سبيل التبرع والتكافل.

إلا أنه يلاحظ في نشرات إصدار الصكوك الحكومية السودانية وفي الموقع الإلكتروني لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة حول منتجاتها المالية (شهادة، شهاب وصرح) لا يوجد ذكر لهذه الآلية لإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها إصدارات الصكوك، رغم أن قانون صكوك التمويل 1995 أشار لها.

### **الفرع الثالث: الضمان**

يعتبر الضمان إحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهم عوامل نجاح عملية تسويقها وبيعها في أسواق رأس المال، ومن خلال الإطلاع على قانون صكوك التمويل 1995، ونشرة إصدار صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، نجد أن الضمان هو الآلية الوحيدة من بين آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، التي اعتمد عليها من خلال ذكرها في نشرات الإصدار.

وقد تضمنت المادة رقم (5) من نشرة إصدار شهادات (شهادة) تحت عنوان: ضمان بنك السودان والوفاء بالالتزامات، حيث جاء فيها ما يلي:

**أولاً:** يضمن بنك السودان المركزي سداد الالتزامات القائمة على وزارة المالية والاقتصاد الوطني في حال عجزها عن الوفاء بها كلياً أو جزئياً في تواريخها المحددة، يعد هذا ضمان طرف ثالث (بنك السودان المركزي).

**ثانياً:** تلتزم وزارة المالية والاقتصاد الوطني بعدم التصرف في مكون الشراكة طيلة فترة عمق الصندوق وبهذا وحسبما جاء في نشرة الإصدار فإن وزارة المالية ضامنة بالتزامها بعدم التصرف في الموجودات التي تستند عليها شهادات شهادة.

أما في نشرة إصدار صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) وفي المادة رقم 19، بعنوان عوائد الاستثمار ومخاطره، تم تحديد المخاطر المرتبطة بالعائد، وتتمثل في عدم قدرة الوزارة على دفع العائد أو التأخير في دفعها في المواعيد المقررة، ولتقليل هذه المخاطر فإن حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني تلتزم بالوفاء بالتزاماتها الناشئة عن إصدار هذه الصكوك وضمانها لعوائدها في تواريخ استحقاقها بإصدار أوامر دفع مستديمة وتفويض بنك السودان المركزي بموجبها تفويضاً غير مشروط وغير قابل للنقض بخصم الاستحقاقات في تواريخها من حساب وزارة المالية لدى بنك السودان دون الرجوع إليها وهذا النوع من الضمان يمكن اعتباره كفالة، لأن بنك السودان كفيل عن وزارة المالية والاقتصاد الوطني في هذه

الحالة. كما أن هذا الإصدار مضمون من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، نظرا لالتزامها بضمان العوائد في تواريخ استحقاقها<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: دراسة الجدوى

تم الاعتماد عليها في تحديد نسبة الأرباح المتوقعة لعوائد الصكوك الحكومية، وقد اكتفت شركة السودان للخدمات المالية في موقعها الالكتروني وفي نشرات الإصدار، بالإعلان عن أن نسبة الأرباح المتوقعة لإصدارات الصكوك كانت بناء على مؤشرات هذه الدراسة، ولكن دون توضيح لها أو حتى ملخص تنفيذي عن طبيعة مشروع الاستثمارات التي تستند إليه إصدارات الصكوك، يسترشد ويستدل بها المستثمر لدراسة جدوى هذه الاستثمارات والأرباح المتوقعة منها قبل الدخول فيها<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: آليات مقترحة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية

بالإضافة إلى الآليات التي تم رصدها، نحاول اقتراح بعض الآليات الأخرى من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية إلى مستويات دنيا، ويمكن أن تجعل منها أداة مالية إسلامية تتمثل فيما يلي:

### الفرع الأول: التأمين الإسلامي

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني في السودان، نرى أنه لا توجد صعوبات في تطبيق هذا الاقتراح(التأمين الإسلامي)، والتي ترجع تجربته إلى عام 1978م من خلال شركة التأمين الإسلامية التابعة لبنك فيصل الإسلامي السوداني باعتبارها أول شركة تبدأ العمل بنظام التأمين الإسلامي، وقد كان لإنشاء هذه الشركة أثر كبير في تحويل قطاع التأمين بالسودان نحو نظام التأمين التعاوني الإسلامي في السودان - وفي غيره من البلدان - حيث أنشأت معظم البنوك الإسلامية هناك شركات تأمين إسلامية تابعة لها كما فعل بنك البركة السوداني عام 1984م والبنك الإسلامي عام 1983م وعممت التجربة لتشمل التأمين التكافلي الطويل الأجل على أسس إسلامية، وتطورت تطبيقات فكرة التأمين التعاوني الإسلامي لتصبح إلزامية قانونا ونظاما بالسودان<sup>3</sup>.

لذلك نرى أن للسودان الإمكانيات والمتطلبات الأساسية في تطبيق التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين 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، بينما يقوم مصدر أو مديرو الصكوك بسداد الاشتراكات(أقساط التأمين) للصندوق، وذلك من خلال قيام المصدر ممثلا بشركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإنشاء أو الاشتراك في صندوق للتأمين وإعادة التأمين ضد

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد: مرجع سابق، ص: 318-319.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سابق، ص: 29-30.

<sup>3</sup> عثمان بابكر أحمد: قطاع التأمين في السودان - تقييم تجربة التحول من النظام التقليدي إلى التأمين الإسلامي -، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط2، 2004، ص: 42-43.

مخاطر الصكوك الإسلامية بسداد أقساط الاشتراك فيه عند كل إصدار، ويزيد رأس مال الصندوق بزيادة عدد الإصدارات الحكومية، وسيساعد على 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<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: تطبيق الحوكمة

بدأ السودان التفكير متأخرا نوعا ما في تطبيق الحوكمة خاصة بعد الانفتاح الكبير الذي شهده السودان وتدفق الاستثمارات من بعد تطبيق سياسة التحرير الاقتصادية في أواسط التسعينات من القرن الماضي وبعد تفشي ظاهرة الفساد وغسيل الأموال وسوء الإدارة في المؤسسات العامة وخاصة قضايا الفساد الكبرى التي حدثت لبعض البنوك السودانية مما أدى إلى انهيار بعضها والأخرى كانت على حافة الانهيار، وفي ظل تنامي الفساد في المؤسسات العامة والبنوك السودانية أصدرت حكومة السودان متمثلة في وزارة المالية عدة مناشير لتحسين الأداء والحد من الفساد في المؤسسات العامة والبنوك.

تعتبر تجربة السودان ضعيفة في تطبيق مبادئ الحوكمة بشكل واضح، رغم أن كثير من تلك المنشورات والموجهات التي تصدر من وقت لآخر تحمل في طياتها جوانب من مبادئ ومرتكزات حوكمة الشركات فيما عدا الجهاز المصرفي، الذي قام بإصدار منشور وموجهات واضحة تتعلق بحوكمة الشركات وذلك في المنشور رقم(2005/9م) الصادر من الإدارة العامة للرقابة المصرفية وموضوعه(تطوير وتفعيل الضبط المؤسسي بالبنوك والمؤسسات المالية).

والذي تضمن مرتكزات هامة لحوكمة الشركات بغرض تحسين كفاءة الأداء المصرفي للحد من الفساد والمخالفات المالية، لذلك نجد أن تجربة السودان في تطبيق حوكمة الشركات محصورة فقط في القطاع المصرفي، ولم تنتجع المؤسسات العامة في إصدار موجهات ومنشورات لتطبيقها رغم الضعف الواضح في أدائها ومشاكل الفساد التي تسري في مفاصلها والذي كان من الضروري وضع حد لها، بإيجاد آليات فاعلة لها القدرة على تحقيق القدر المطلوب من الرقابة والمساءلة وكذلك سن القوانين واللوائح التي تتناسب مع المتغيرات التي حدثت في بيئة العمل<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سابق، ص: 31.

<sup>2</sup> مصطفى نجم البشاري: أهمية تطبيق معايير حوكمة الشركات لتفعيل نظام المراجعة الداخلية في المؤسسات العامة بالسودان، ورقة بحث مقدمة إلى: مؤتمر المراجعة الداخلية الأول بالسودان، الإدارة العامة للمراجعة الداخلية لأجهزة الدولة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، يومي 20-21 جانفي 2008، ص: 26-30.

### خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل الدراسة التطبيقية لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، حيث تم عرض المراحل التي مر بها تطور الجهاز المصرفي السوداني بدءاً بمرحلة النظام المصرفي الربوي بالكامل، ثم تليه مرحلة النظام المصرفي المزدوج، مرحلة النظام المصرفي الإسلامي، مرحلة تعميق وإصلاح النظام المصرفي الإسلامي، ومرحلة تطبيق النظام المصرفي المزدوج وخلال هذه المرحلة أصبح النظام المصرفي مزدوجاً، ولكن بعد انفصال الجنوب صارت كل البنوك في السودان تعمل بالنظام المصرفي الإسلامي.

كما توصلنا أيضاً إلى أن الجهاز المصرفي السوداني يتكون من بنك السودان المركزي، والبنوك العاملة حيث بلغ عددها 37 بنكا بنهاية عام 2013، أما المؤسسات المالية فتشمل كلا من شركات الصرافة حيث بلغ عددها 22 شركة صرافة بنهاية عام 2013، شركة السودان للخدمات المالية، شركات التأمين، صندوق ضمان الودائع المصرفية، سوق الخرطوم للأوراق المالية.

تعد التجربة السودانية في مجال إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية رائدة، حيث سعى البنك المركزي السوداني لاستحداث وابتكار أدوات مالية ونقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية منها شهادات مشاركة الحكومة (شهامه)، شهادات الاستثمار الحكومية (صرح)، كذلك تضمنت صيغتي الإجارة (حالة شهاب وشامة ونور) وهي أدوات مهمة لإدارة السيولة، إضافة إلى استحداث جيل ثاني من الأوراق المالية من صكوك التأجير الإسلامية وصكوك التنمية الإسلامية وصكوك السلم.

أما بدراستنا لآليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية فقد تم رصد عدة آليات منها التنويع والاحتياطات والضمان بالإضافة إلى دراسة الجدوى، حيث توصلنا إلى وجود ضعف واضح في ذلك على مستوى جهات الإصدار وسوق التداول، لذلك قمنا باقتراح آليات أخرى من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية السودانية والمتمثلة في تشجيع الدولة لإقامة شركات تأمين إسلامية، واقتراح سياسات لتطوير نظام الحوكمة في المؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية.

خاتمة

## خاتمة:

تعتبر الصكوك المالية الإسلامية من الأدوات المستحدثة في الاقتصاد المالي الإسلامي ومن ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية، وهي أداة استحدثت لتحل بديلا للأدوات المالية التقليدية وتكون وفق الضوابط الشرعية إصدارا وتداولاً، مما زاد الطلب عليها وبذلك زاد حجم إصدارها وتداولها، لكن رغم ذلك لا تزال تعيق عملية إصدار هذه الأدوات المالية وتداولها العديد من المخاطر الأمر الذي وضع الصناعة المالية الإسلامية أمام تحدٍ واسع، وهو العمل على إيجاد آليات لإدارة هذه المخاطر حتى يتم تقاؤها والتقليل من حجمها.

لذلك جاء هذا البحث كمحاولة لتكوين رؤية واضحة حول إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، وقد حاولنا معالجة إشكالية هذه الدراسة في جزأين جزء نظري يضم فصلين، وجزء تطبيقي يتناول حالة السودان في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

وقد خلص البحث إلى نتائج أهمها:

### أولاً: نتائج الدراسة

من خلال استعراضنا لهذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

1. الصكوك الإسلامية ما هي إلا عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، ومحددة المدة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات باختلافها، أعياناً أو منافع أو خدمات وتصدر وفق عقد شرعي.
2. تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات التقليدية القائمة على الربا، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، وتنقسم إلى صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع، صكوك المرابحة، صكوك الإجارة.
3. للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن سائر الأوراق المالية الأخرى، وتؤدي دوراً فعالاً في الحياة الاقتصادية، وإدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية.
4. تستند صكوك الاستثمار وهيكل إصدارها على إرث شرعي متين، يتميز بمرونته وقابليته للتطور ومسايرته لمتطلبات العصر.
5. تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم والسندات وتتشابه معها في عدة نقاط، غير أنها تعد ورقة مالية مستقلة بحد ذاتها لها مميزات وخصائصها.
6. تعتمد آلية إصدار الصكوك المالية الإسلامية وجود أطراف عديدة تدخل في عملية الإصدار من منشئ، الشركة ذات الغرض الخاص، شركات التصنيف الائتماني، مدير الاستثمار، أمين الاستثمار، مدير الإصدار، متعهد الدفع، حملة الصكوك، هيئة الرقابة الشرعية.
7. يمكن القيام بمجموعة عمليات على صكوك الاستثمار من بيع وشراء ورهن وإجارة، وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

8. الصكوك الإسلامية حققت معدلات نمو كبيرة في حجم إصداراتها وانتشارها نظرا لاتساع تطبيقها عالميا.
9. تخضع الصكوك الإسلامية عند إصدارها وتداولها لضوابط شرعية عبر مراحلها العديدة.
10. تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر ومن أهمها المخاطر المالية التي تتضمن كلا من مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى المخاطر التشغيلية، والمخاطر المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية.
11. يمر منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بعدة خطوات تتمثل في تحديد المخاطر، تقييمها ضبطها، تنفيذها، ثم مراقبتها ومراجعتها.
12. تتعدد الجهات المسؤولة عن القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية منها: المراقبون أو السلطات الإشرافية، المساهمون، مجلس الإدارة، وكذا الإدارة التنفيذية، لجنة التدقيق الداخلي المدققون الخارجيون، ومن هذه الجهات أيضا حملة الصكوك، الشركة ذات الغرض الخاص وهي من أكثر الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
13. تتعدد آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فمنها ما هو ذو طبيعة تقليدية كدراسة الجدوى والضمانات والاحتياطات والتنويع، ومنها ما هو ذو طبيعة إسلامية كالتأمين التعاوني والتحوط باستخدام المشتقات المالية، إضافة إلى آلية الحوكمة.
14. للسودان الأسبقية التاريخية في تبني العمل المالي الإسلامي كمشروع دولة، وتعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية فيها رائدة ومميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية (السيادية).
15. مر الجهاز المصرفي السوداني بعدة مراحل منها مرحلة النظام المصرفي الربوي بالكامل، مرحلة النظام المصرفي المزدوج، مرحلة النظام المصرفي الإسلامي، مرحلة تعميق وإصلاح النظام المصرفي الإسلامي، مرحلة تطبيق النظام المصرفي المزدوج.
16. يتكون الجهاز المصرفي السوداني من بنك السودان المركزي، والبنوك العاملة، أما المؤسسات المالية فتشمل كلا من شركات الصرافة، شركة السودان للخدمات المالية، شركات التأمين، صندوق ضمان الودائع المصرفية، سوق الخرطوم للأوراق المالية.
17. على الرغم من نجاح تجربة السودان في مجال الصكوك الحكومية، ومع وجود بعض الآليات لإدارة مخاطرها والمتمثلة في التنويع، الاحتياطات والضمان، إضافة إلى دراسة الجدوى، ولكن يبقى وجود تلك الآليات دون مستوى حجم وأهمية هذه الصناعة في السودان، كما نسجل ضعف واضح وعدم اهتمام بموضوع مخاطر الصكوك الحكومية السودانية وإدارتها، خاصة إذا ما قورنت بموضوع إدارة مخاطر البنوك الإسلامية في السودان.

## ثانياً: اختبار الفرضيات

من خلال دراسة هذا البحث توصلنا إلى نتائج الفرضيات التالية:

**1- اختبار الفرضية الأولى:** تم رفض هذه الفرضية والتي تقول أن الصكوك الإسلامية أداة مالية حديثة تخضع في إصدارها وتداولها لنفس الضوابط والأسس والهيكلية، التي تصدر بها باقي الأوراق المالية التقليدية الأخرى. وهذا في ضوء ما تم التوصل إليه في النتائج فقد بينت الدراسة أن الصكوك الإسلامية تعتبر إحدى الأدوات المالية الحديثة، تصدر وتتداول وفق ضوابط وآليات خاصة بها، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما تؤكدته النتائج (1- 9).

**2- اختبار الفرضية الثانية:** تم قبول هذه الفرضية والتي تقول يمكن أن يواجه الاستثمار في الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر. وهذا في ضوء ما تم التوصل إليه فقد بينت الدراسة النظرية أن الصكوك الإسلامية تواجه مجموعة من المخاطر كغيرها من الاستثمارات المالية وهذا ما تؤكدته النتيجة (10).

**3- اختبار الفرضية الثالثة:** تم قبول هذه الفرضية والتي تقول يمكن الحد والتقليل من مخاطر الاستثمار في الصكوك الإسلامية عن طريق مجموعة آليات مقترحة لذلك. وهذا في ضوء ما تم التوصل إليه فقد بينت الدراسة النظرية والتطبيقية أنه يمكن الحد أو التقليل من مخاطر الصكوك الإسلامية عن طريق اعتماد مجموعة من الآليات، وهو ما تؤكدته النتائج (13، 17).

## ثالثاً: التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلاً مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد.
2. ضرورة بذل جهود حثيثة من جانب المهتمين والمشرفين لتقريب وجهات النظر الشرعية في أمر التصكيك الإسلامي.
3. عدم مجازاة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بأسلمته إنما ابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة نابعة من الإرث والواقع الإسلامي في مجال المعاملات.
4. ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد.
5. السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها.
6. مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر.
7. ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية نظراً لما توفره من حماية وضبط للمعاملات واستقرار لها.

8. ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى حتى تلعب الدور المخول لها.

9. إنشاء مؤشرات تقيس وتعكس أداء الأدوات المالية الإسلامية بالتحديد الصكوك المالية الإسلامية ليتسنى للمستثمر معرفة أدق التفاصيل عن مجريات الأحداث التي عليها الصكوك المالية الإسلامية.

10. ضرورة تصنيف الصكوك الحكومية السودانية ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف معترف بها دوليا وكذا الاستعانة بالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف في هذا المجال، وهو الإجراء الذي يبعث الثقة ويجلب المستثمرين فيها من جهة، ويعزز من حوكمة هذه الصكوك.

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

12. ضرورة تطبيق الحوكمة على جميع أطراف وآليات الصكوك الحكومية السودانية، والذي من شأنه أن يذلل العديد من الصعوبات التي تواجهها الصكوك الحكومية في السودان.

#### رابعاً: آفاق الدراسة

في النهاية يمكن إدراج بعض المقترحات التي لها صلة بموضوع الدراسة والتي يمكن أن يستفاد منها في وضع عناوين بحوث مستقبلية وذلك كما يلي:

1. أثر الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية للبلدان العربية.
2. دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية.
3. تقييم أداء الصكوك الإسلامية ومقارنتها مع السندات التقليدية في الأسواق المالية العالمية المدرجة فيها.
4. دراسة أثر إصدار الصكوك على جذب واستقطاب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة.

قائمة المصادر

والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع:

### المراجع باللغة العربية:

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: القواميس

1- مسعود جبران: دار العلم للملايين، بيروت، ط7، 1992.

ثالثاً: الكتب

1- أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005.

2- بن إبراهيم الغالي: أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.

3- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة: صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان للنشر والتوزيع، بنك البلاد، السعودية، ط1، 2008.

4- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل: إدارة المصارف الإسلامية "مدخل حديث"، دار وائل للنشر الأردن، ط1، 2010.

5- سامي بن إبراهيم السويلم: التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب- جدة السعودية، ط1، 2007.

6- صابر محمد حسن: إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي- تجربة السودان سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث الإحصاء، بنك السودان، الإصدار رقم(2)، ماي 2004.

7- صابر محمد حسن: تقييم محاولات إصلاح الجهاز المصرفي ودوره في تمويل التنمية، سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث الإحصاء، بنك السودان، الإصدار رقم(3)، جوان 2004.

8- طارق الله خان، حبيب أحمد: إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات رقم (5)، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب- جدة-، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003.

9- عثمان بابكر أحمد: قطاع التأمين في السودان- تقويم تجربة التحول من النظام التقليدي إلى التأمين الإسلامي-، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط2، 2004.

10- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري: إدارة البنوك- مدخل كمي وإستراتيجي معاصر دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2000.

11- محمد أيوب: النظام المالي في الإسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا أنترناشيونال للنشر بيروت، لبنان، 2009.

- 12- محمد عبد الوهاب العزاوي: الأزمات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010.
- 13- منذر قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم(28)- جدة-، السعودية ط2، 2000.
- 14- منذر قحف: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم(28)- جدة-، السعودية ط2، 2000.
- 15- نزيه حامد: في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة- قراءة جديدة-، دار القلم- دمشق-، سوريا، ط1، 2007.
- 16- المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية- المنامة-، البحرين 2010.

#### رابعاً: أطروحات ورسائل جامعية

- 1- أسامة عبد الحليم الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009.
- 2- حكيم براضية: التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، 2010/2011.
- 3- ربيعة بن زيد: الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012.
- 4- زاهرة علي محمد بني عامر: التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن 2008.
- 5- شادي صالح البجيرمي: دور المراجعة الداخلية في إدارة المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2011.
- 6- عبدلي لطيفة: دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011/2012.
- 7- لعمش أمال: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبة معمقة" جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011/2012.

8- محمد علي: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة 2005.

#### خامسا: وقائع النظارات العلمية

##### المؤتمرات والملتقيات:

1- أبو غدة، عبد الستار: صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي الرابع عشر بعنوان: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل - دبي - جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.

2- أسيد الكيلاني: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، معهد البحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، يومي: 08-09 ديسمبر 2013.

3- أشرف محمد دوابة: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع... وتحديات المستقبل - صنعاء-، الجمهورية العربية اليمنية، يومي 20-21 مارس 2010.

4- الأخضر لقلبي، حمزة غربي: إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي " الواقع ورهانات المستقبل" - غرداية-، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.

5- برودي نعمة: التصكيب الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013.

6- بن الضيف محمد عدنان، ربيع مسعود: أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.

7- بن ثابت علي، فتني مايا: التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجا، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013 .

8- حسني علي خريوش: دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية (دليل المصارف الإسلامية الأردنية)، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.

- 9- زواق الحواس: كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة المسيلة، يومي 05-06 ماي 2014.
- 10- زياد جلال الدماغ: دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا يومي 15-16 جوان 2010.
- 11- زياد جلال الدماغ: مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، يومي 15-16 جوان 2010.
- 12- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: إدارة مخاطر الصكوك الحكومية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول: الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: "إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف" بمعهد الدراسات المصرفية- عمان-، الأردن، أيام 06، 07، 08 أكتوبر 2012.
- 13- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف-، الجزائر، يومي 19-20 نوفمبر 2013.
- 14- شالور وسام: صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية سطيف، يومي 05-06 ماي 2014.
- 15- شوكال عبد الكريم، براهيم سمير: انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي- غرداية-، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 16- صفية أحمد أبو بكر: الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك الأردن، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009.
- 17- عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي- عمان-، الأردن، يومي 01-02 ديسمبر 2010.
- 18- عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية المصرفية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- بجاية-، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013.

- 19- عبد الكريم أحمد قندوز: إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأسيس، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري- دبي-، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31- 3 جوان 2009.
- 20- عبد المجيد الصالحين: الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني- طرابلس-، ليبيا، يومي 27- 28 أبريل 2010.
- 21- عبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009.
- 22- عبد المنعم محمد الطيب: آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006- 2008م، بحث مقدم إلى: المؤتمر المصرفي العربي السنوي، إتحاد المصارف العربية دبي يومي 19- 20 أبريل 2009.
- 23- عماري صليحة، سعدان آسيا: الصكوك الإسلامية، تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- قالمة-، الجزائر، يومي 08- 09 ديسمبر 2013.
- 24- فتح الرحمن علي محمد صالح: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، يومي 05- 06 أبريل 2012.
- 25- فتح الرحمن علي محمد صالح: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، بيروت - لبنان-، جويلية 2008.
- 26- كمال توفيق حطاب: الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك الأردن، أيام 31 ماي- 3 جوان 2009.
- 27- مصطفى نجم البشاري: أهمية تطبيق معايير حوكمة الشركات لتفعيل نظام المراجعة الداخلية في المؤسسات العامة بالسودان، ورقة بحث مقدمة إلى: مؤتمر المراجعة الداخلية الأول بالسودان، الإدارة العامة للمراجعة الداخلية لأجهزة الدولة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، يومي 20- 21 جانفي 2008.
- 28- معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 03- 04 ديسمبر 2012.
- 29- موسى بلا محمود: صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية يومي 15- 16 جوان 2010.

- 30- نادية أمين محمد علي: صكوك الاستثمار الشرعية- خصائصها وأنواعها-، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ماي 2005.
- 31- نوال بن عمارة: إدارة المخاطر في مصارف المشاركة، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، يومي 20- 21 أكتوبر 2009.
- 32- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجى: صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ماي 2005.
- 33- يوسف الفكي عبد الكريم حسين: السياسة النقدية في الإطار الإسلامي(التجربة السودانية خلال الفترة 1997- 2008م)، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، جامعة الكويت، يومي 15- 16 ديسمبر 2010.

#### الندوات والدورات وحلقات العمل:

- 1- أخت زيتي عبد العزيز: الصكوك الإسلامية (التوريق وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا.
- 2- حامد بن حسن ميرة: ملكية حملة الصكوك و ضماناتها، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي لإدارة البحوث والتطوير - جدة-، السعودية، يومي 10- 11 أوت 2011.
- 3- حمزة بن حسين الفعر الشريف: ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز- جدة-، السعودية، يومي 24- 25 ماي 2010.
- 4- صابر محمد حسن: تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، دراسة مقدمة إلى الاجتماع السنوي الخامس والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، أبوظبي، سبتمبر 2001.
- 5- صابر محمد حسن: دور الهيئات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى تجربة بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي- جدة-، المملكة العربية السعودية، يومي 18- 19 أوت 2010.
- 6- عبد البارى مشعل: الصكوك الإسلامية- رؤية مقاصدية-، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز- جدة-، السعودية، يومي 24- 25 ماي 2010.
- 7- عبد الله بن محمد المطلق: الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقويم) جامعة الملك عبد العزيز-، جدة-، السعودية، أيام 24- 26 ماي 2010.
- 8- عجيل جاسم النشمي: التوريق والتصكيك وتطبيقاتها، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي- الشارقة-، الإمارات العربية المتحدة، أيام 26- 30 أبريل 2009.

- 9- علي محي الدين القرة داغي: بيع الصكوك لحاملها - دراسة فقهية اقتصادية-، ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة - جدة-، السعودية، يومي 13- 14 ديسمبر 2011.
- 10- فؤاد محمد أحسن محيسن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة مقدمة للدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي - الشارقة-، الإمارات العربية المتحدة، يومي 26- 30 أبريل 2009.
- 11- محمد تقي العثماني: الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، أيام 25- 29 ديسمبر 2010.
- 12- محمد تقي العثماني: الصكوك وتطبيقاتها، الدورة العشرون، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الجزائر أيام 13- 18 ديسمبر 2012.
- 13- محي الدين، محمود: الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق في موسوعة التوريق، بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنونات العقارية، إتحاد المصارف العربية- بيروت-، لبنان 2002.
- 14- معبد الجارحي، عبد العظيم 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 العربية المتحدة، 10 مارس 2010.
- 15- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد: أسواق الصكوك الإسلامية و كيفية الارتقاء بها ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز - جدة-، المملكة العربية السعودية يومي 24- 25 ماي 2010.
- 16- يوسف بن عبد الله الشبيلي: إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز - جدة-، السعودية، أيام 24- 25 ماي 2010.
- سادسا: المجالات
- 1- بلعزوز بن علي: استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 7، جامعة الشلف، 2010/2009.
- 2- حسام الدين عبد الوهاب محمد: تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.
- 3- خولة فريز النوباني: آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.

4- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد رقم 11، 1999.

5- عبد العظيم أبو زيد: نحو صكوك إسلامية حقيقية: حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، العدد 62، خريف، 2010.

6- فؤاد محمد محيسن: الشركة ذات الغرض الخاص، آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.

7- نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث العدد 09 / 2011 - ورقة-، الجزائر.

8- فؤاد محمد أحسن محيسن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة مقدمة للدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي - الشارقة-، الإمارات العربية المتحدة، يومي 26 - 30 أبريل 2009.

سابعاً: التقارير المالية السنوية

1- بنك السودان المركزي: التقارير المالية السنوية (2009 - 2013).

المراجع باللغة الإنجليزية:

1- Dubai international financial centre: **sukuk Guide book**, Dubai, November 2009.

2- The institute of risk management, a risk management standar, airmic, alarm, irm, london, 2002.

المواقع الإلكترونية

1- أحمد مجذوب أحمد: تطبيق الصيغ الإسلامية في النظام المصرفي وأثره على السياسات النقدية موسوعة التوثيق الشامل، الموقع الإلكتروني:

<http://www.tawtheegonline.com/vb/forumdisplay.php?f=358>، تاريخ الإطلاع:

2015/04/12، ساعة الإطلاع: 14:30.

2- سامي حطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، أبوظبي، مارس 2007، ورقة بحث متاحة على الرابط:

http: //www.sca.gov.ae/.../Mutual\_Funds\_and\_Stock\_Indice تاريخ الإطلاع

2015/03/09، ساعة الإطلاع 21:48.

## ملخص:

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية عموماً والبنوك الإسلامية بصفة خاصة، حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه المنتجات التي أظهرت بمختلف أنواعها نجاحاً متميزاً، إلا أنها كغيرها من الأوراق المالية تواجه مخاطر مختلفة، الأمر الذي تطلب ابتكار آليات وأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية لإدارة هذه المخاطر، وفي هذا الإطار تطرقت هذه الدراسة إلى إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية مع الإشارة لحالة السودان. حيث توصلت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تعتبر بديلاً للسندات التقليدية القائمة على الربا وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، ولها خصائص تميزها عن سائر الأوراق المالية الأخرى، بالإضافة إلى أن عملية إصدارها وتداولها تخضع لضوابط شرعية. وأوصت الدراسة بضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد، ومراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها. **الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، السودان.

## Abstract:

development and innovation in the banking and financial products became a necessity for Arabic and Islamic countries in general and for Islamic banks particular is here Islamic sukuk emerged as one of the most important products which showed, with its different kinds, a great recon. never then, like other securities, it faces different various risks, this led to the innovation of mechanisms and tools compatible with the Islamic laws to manage these dangers, in the same fashion the present study shed light on the management of the risks of Islamic sukuk, taking Sudan as a sample.

The study showed that Islamic sukuk are considered as a substitute for conventional bonds which are based on RIBA. these sukuk are of various kinds so to cover all economic activities, and they are distinguished from other securities thanks to their characteristics, in addition to this, the issuance and circulation of these sukuk are controlled by the laws of shaia.

The study recommended that Governments should continue to encourage the reliance on Islamic sukuk in the field of attracting and recruiting resources, while taking into consideration the different risks of Islamic sukuk when issued.

**Keywords:** Islamic sukuk, risk management of Islamic sukuk , Sudan.