



جامعة ابن خلدون - تيارت -  
كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير



## متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية 2013-2017م

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: إدارة مالية

الأستاذ المشرف:

الدكتور حيرش عبد القادر

إعداد الطالبة:

✓ بورحلي دنية

لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ محاضر - أ -	كلاخي لطيفة
مقررا	أستاذ محاضر - ب -	حيرش عبد القادر
مناقشا	أستاذ محاضر - ب -	دويس عبد القادر

نوقشت و أجيزت علنا بتاريخ.....

السنة الجامعية 2018-2019

# شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على اشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى اله وصحبه ومن تبعهم بإحسان. إلى يوم الدين، وبعد.....

فإنني اشكر الله تعالى على فضله حيث أتاح لي انجاز هذا العمل بفضله، فله الحمد أولا وأخيرا.

ثم أتقدم بجزيل الشكر لأولئك المخلصين الذين لم يألوا جهدا في مساعدتي في مجال البحث العلمي وخص بالذكر الدكتور الفاضل :عبد القادر حيرش. الذي لم يدخر جهدا في مساعدتي طوال مراحل انجاز هذا العمل.

ولا أنسى أن أتقدم بالشكر إلى جميع الأساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. وأخيرا، أتقدم بجزيل شكري إلى كل من مدوا لي يد العون والمساعدة في إخراج هذه الدراسة على أكمل وجه.

# إهداء

أشكر وأحمدك ربي، حمدا كثيرا يليق بجلال وجهك ومعظية سلطانك، يا خير معين يا من استجاب لدعواتي اثنى عليك الشكر كله وأحمدك يا الله:  
أهدي ثمرة جهدي هذا:

إلى من نورا دربي بالدعوات.

أمي الحبيبة.....

إلى ملهمي وسندي في الحياة.

أبي العزيز.....

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى أصدقائي.

المحفلات

شكر وتقدير.

الإهداء.

محتويات.

قائمة الأشكال والجداول.

مقدمة: ..... أ.

## الفصل الأول: مدخل عام حول الصكوك الإسلامية.

02..... مقدمة الفصل الأول:

03..... المبحث الأول: أساسيات حول الصكوك الإسلامية.

03..... المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.

04..... المطلب الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية.

05..... المطلب الثالث: خصائص الصكوك الإسلامية.

07..... المطلب الرابع: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية.

09..... المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية.

09..... المطلب الأول: المشاركة والمضاربة.

16..... المطلب الثاني: الإجارة والسلم.

22..... المطلب الثالث: الاستصناع والمرابحة.

28..... المطلب الرابع: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.

30..... المبحث الثالث: واقع وتحديات الصكوك الإسلامية.

30..... المطلب الأول: واقع الصكوك الإسلامية.

40..... المطلب الثاني: معوقات إصدار بعض الصكوك الإسلامية.

41..... المطلب الثالث: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية.

42..... خلاصة الفصل الأول:

## الفصل الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

44..... مقدمة الفصل الثاني:

45..... المبحث الأول: ماهية العوائد والمخاطر.

45..... المطلب الأول: مفهوم العوائد والمخاطر.

46.....	المطلب الثاني: أنواع العوائد وأدوات قياسها.....
50.....	المطلب الثالث: أنواع المخاطر وأدوات قياسها.....
<b>61.....</b>	<b>المبحث الثاني: أساسيات حول مخاطر الصكوك الإسلامية.....</b>
61.....	المطلب الأول: مخاطر صيغة المشاركة والمضاربة.....
63.....	المطلب الثاني: مخاطر صيغة الإجارة والسلم.....
64.....	المطلب الثالث: مخاطر صيغة الاستصناع والمراجعة.....
<b>66.....</b>	<b>المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....</b>
66.....	المطلب الأول: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....
67.....	المطلب الثاني: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....
69.....	المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....
76.....	خلاصة الفصل الثاني .....
	<b>الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية.</b>
78.....	مقدمة الفصل الثالث.....
	<b>المبحث الأول: دراسة للصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية</b>
<b>79.....</b>	<b>للفترة (2013-2017م).....</b>
79.....	المطلب الأول: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان.....
89.....	المطلب الثاني: لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
97.....	المطلب الثالث: تحديد مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.....
	<b>المبحث الثاني: محاولة لتحديد الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية</b>
<b>99.....</b>	<b>السودانية.....</b>
	المطلب الأول: الجهات الرقابية ودورها في الضبط الشرعي للصكوك الحكومية
99.....	السودانية.....
	المطلب الثاني: تحديد أهم الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية
104.....	السودانية.....
105.....	المطلب الثالث: آليات جديدة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.....
110.....	خلاصة الفصل الثالث.....

## فهرس المحتويات

---

112.....	خاتمة.....
116.....	المصادر والمراجع.....
	الملاحق.....
	الملخص.....

قائمة الأشكال

و الجداول



## قائمة الأشكال و الجداول

### قائمة الأشكال

الصفحة	البيان	الرقم
31	الحجم الإجمالي العالمي للإصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد.	1-1
33	نسبة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا بحسب العملة.	2-1
34	إجمالي إصدارات الصكوك بحسب هيكل (نوع) الإصدار.	3-1
36	إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات.	4-1
37	إصدارات الصكوك الإسلامية حسب وجهات الإصدار.	5-1
37	مستوى الإصدارات في سوق صناعة الصكوك الإسلامية.	6-1
39	صافي إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة بأسواق الأوراق المالية عالميا.	7-1
91	الهيكل التنظيمي لسوق للأوراق المالية.	1-3
96	عدد تداول صكوك الشهادات بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م).	2-3
97	قيمة تداول صكوك الشهادات بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م).	3-3

### قائمة الجداول

الصفحة	البيان	الرقم
07-08	المقارنة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية	1-1

الأقفال

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية بصفة عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات التي تواجه هذه الدول والمصارف الموجودة بها، سواء كانت محليا أو دوليا.

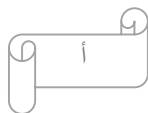
حيث شهد العالم المالي في الآونة الأخيرة إقبالا على أدوات التمويل الإسلامية بسبب تزايد المؤسسات المالية الإسلامية، و ابتكار منتجات مالية تلائم الواقع ونفي بالاحتياجات التمويلية المتزايدة، وقد كان للهندسة المالية الإسلامية الفضل في ابتكار وتصميم وتطوير أداة مالية مستحدثة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، وقادرة على تقديم حلول خلاقية ومبدعة لمشكلة التمويل، وتمثل هذه الأداة في الصكوك الإسلامية، حيث يعتبر هذا الأخير أهم منتج للمصدقية المالية الإسلامية فهو المنتج الذي حقق حضورا غير مسبوقا للمصدقية الإسلامية في أسواق المال الدولية.

ورغم أن الصكوك الإسلامية ظهرت كوحدة من الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنها شهدت انتشارا وإقبالا واسعا في مختلف دول العالم، وتمكنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة وقفزات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجاً كبيراً، حيث تنامت واتسعت بصورة كبيرة وحققَت أرقام قياسية من خلال الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية.

على الرغم من مميزات الصكوك الإسلامية إلى أنها تتعرض إلى مخاطر كثيرة كغيرها من الأوراق المالية التقليدية (الربوية)، حيث تنفرد بمخاطر خاصة لاسيما تلك المتعلقة بصيغ التمويل الإسلامية، وكانت الحاجة واضحة وملحة إلى أدوات لإدارة المخاطر المتعلقة بإصدار وتداول هذه المخاطر والتحوط منها.

شهد الاقتصاد السوداني في بداية التسعينات عدة تعديلات، أهمها إلغاء العمل بنظام سندات الخزنة، باعتبارها آلية غير متطابقة مع توجيهات الاقتصاد الإسلامي، مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع توجيهات الشريعة الإسلامية. حيث أصدرت الحكومة السودانية كأول خطوة في اتخاذ بدائل استثمارية وتمويلية للسندات الربوية، قانون صكوك التمويل عام 1995م، ومن هذا ارتأينا طرح

الإشكالية الآتية:



1- إشكالية البحث:

فيما تتمثل الآليات المطبقة في تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية؟

ويتم تناول هذه الإشكالية الرئيسية من خلال بعض الأسئلة الفرعية التي تساهم في توضيح بعض جوانبها ومنها:

1- ماذا يقصد بالصكوك الإسلامية؟

2- ما هي أهم أنواع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامي وما هي الآليات المطبقة لإدارة مخاطرها؟

3- ما هي الآليات المطبقة منها في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية؟

2- فرضيات البحث:

ولمعالجة الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية السابقة فإننا ننتقل من الفرضيات التالية:

- 1- تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات التمويل الإسلامية التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية.
- 2- إن وجود مخاطر تنفرد بها الصكوك الإسلامية يتطلب وجود آليات ملائمة لإدارتها.
- 3- تعتبر تجربة السودان في مجال إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية رائدة ومميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية.

3- أسباب اختيار البحث:

تعود الأسباب التي دفعتنا لاختيار ودراسة الموضوع إلى الاعتبارات التالية:

- الاهتمام المتزايد بالصكوك الإسلامية
- الميل الشخصي للباحث لمثل هذا النوع من المواضيع.
- محاولة معرفة بعض المصطلحات والمفاهيم الأساسية في موضوعنا والتي شهدت اختلافات من الناحية الشرعية.
- محاولة تقييم التجربة السودانية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

### 4- أهمية البحث:

يعالج موضوع البحث إلى متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وذلك من خلال التطرق إلى ماهية الصكوك الإسلامية ولأنواع المخاطر المختلفة إلي تتعرض لها، وأيضا يدرس واقع الصكوك الإسلامية وإلى التحديات التي تواجه هذه الأخيرة، واليات إدارة مخاطرها، ولتكون الدراسة ذات دلالة تم اختيار الصكوك الحكومية السودانية حيث تعتبر تجربة السودان من بين التجارب الرائدة عالميا في مجال الصكوك الإسلامية.

### 5- أهداف البحث:

- توضيح مفهوم الصكوك الإسلامية والوقوف على أهم خصائصها، وأهميتها الاقتصادية وأنواعها المتعددة.
- إلقاء نظرة شاملة وعامة حول سوق الصكوك الإسلامية للوقوف على مدى تطورها ونموها خصوصا في السنوات الأخيرة.
- محاولة تبيان أهم المعوقات والصعوبات التي تحاول دون تطور الصكوك الإسلامية ونجاحها وانتشارها بالدرجة التي عليها السندات التقليدية.
- توضيح حل المخاطر التي تختص بها الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها والآليات المطبقة لها.

### 6- حدود الدراسة:

الحدود المكانية: سوق الخرطوم للأوراق المالية.  
الحدود الزمنية: 2013-2017م.

### 7- منهج البحث:

من أجل اختبار فرضيات وتحقيق أهداف البحث:  
نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بقصد التعرف على الصكوك الإسلامية ومخاطرها، وتحليلها بشيء من التفصيل، والتطرق إلى الآليات المطبقة لإدارة مخاطرها.  
ونعتمد على المنهج دراسة حالة للاطلاع على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

8- الدراسات السابقة:

فيما يخص موضوع إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومن خلال اللجوء إلى أبحاث الدراسات المتعلقة بهذا البحث تبين لنا أن الكثير من المواضيع كانت تلمس جانب كبير من هذا الموضوع بشكل منفصل أو بشكل يكاد يكون متشابه، فهناك العديد من الأبحاث والمجلات التي يقترب مضمونها إلى موضوعنا هذا ونخص بالذكر المواضيع التالية:

أ- الدراسة التي قدمتها الطالبة ربيعة بن زيد، بعنوان "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها" وهي مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق جامعة قاصدي مرباح ورقلة سنة 2011-2010م وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

● تتميز الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة أهمها، كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها، هذا الالتزام يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية ، وبذلك تعتبر الصكوك الإسلامي البديل المالي الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلا مستقرا وحقيقيا من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية.

● تتعدد آليات الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية المناسبة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومن هذه الآليات دراسة الجدوى، والضمانات ، والتأمين التعاوني، والاحتياطات والتحوط، والتنويع، ومن بين أهم هذه الآليات أيضا الحوكمة، إذ أبرزت لنا مشكلة الوكالة وتعارض المصالح كعامل مشترك بين العديد من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وجاءت الحوكمة لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية والإدارة (الموكل والوكيل)، والتي تقوم عليها معظم أطراف عملية التصكيك.

ب- الدراسة التي قدمها كل من سليمان الناصر وربيعة بن زيد، بعنوان "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية" وهي مجلة بعنوان دراسات اقتصادية إسلامية المجلد 20 العدد 1 جامعة ورقلة الجزائر وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

● إن حادثة صناعة الصكوك الإسلامية وعدم نضجها جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية والشرعية والتنظيمية، والتي قد تحد من نموها محليا وعالميا.

● تتعدد آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومنها الحكومية، فمنها ما هو ذو طبيعة تقليدية كدراسة الجدوى والضمانات والاحتياطات والتنويع ، ومنها ما هو ذو طبيعة إسلامية كالتأمين التعاوني

والتحوظ وفق آليات إسلامية، إضافة لاقتراحنا لآلية الحوكمة وتطورها بما يتناسب وطبيعة الصكوك الإسلامية الحكومية.

### ب- صعوبات البحث:

نظرا لخصوصية الموضوع البحث والمتعلق بدراسة متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية اعترضنا لمجموعة من المصاعب أهمها:

صعوبات تطبيق موضوعنا في الجزائر، لعدم توفر سوق مالي نشط، ناهيك عن طبيعة النظام المصرفي الجزائري.

- دراسة وتطبيق الصكوك الإسلامية كأداة تمويل إسلامية غير مفعلة كلية في المصارف الجزائرية.

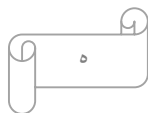
- صعوبة جمع المراجع الخاصة بالسوق المالي الإسلامي خاصة الحديثة منها.

### ت- خطة البحث:

تبعاً للأهداف سابقة الذكر ومعالجة الإشكالية البحث والإجابة عن الأسئلة الفرعية واختبار الفرضيات سنقوم بتقسيم البحث إلى وثلاث فصول، حيث يتناول الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان مدخل عام حول الصكوك الإسلامية ويتضمن هذا الفصل ثلاث مباحث، المبحث الأول مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية، و المبحث الثاني أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية، أما فيما يخص المبحث الثالث واقع الصكوك الإسلامية .

أما في الفصل الثاني بعنوان باسم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، وسوف نتطرق إلى ثلاث مباحث على النحو التالي، المبحث الأول العوائد والمخاطر (أنواعها وأدوات قياسها)، المبحث الثاني مخاطر الصكوك الإسلامية أما المبحث الثالث آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

وأخيرا الفصل الثالث المعنون دراسة حالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وقسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث خصصنا في المبحث الأول دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2013-2017م)، والمبحث الثاني قياس وتحديد بعض مخاطر الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية، أما فيما يخص المبحث الثالث محاولة لتحديد الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية.



# الفصل الأول

منازل عام حول المكوك الإسلامية



### مقدمة الفصل الأول:

شهدت أدوات التمويل الإسلامية خلال السنوات الماضية ازدهار وانتشار واسعاً، لا يقتصر هذا الانتشار على العالم العربي والإسلامي فقط بل أصبح متاحاً لجميع الأفراد والشركات والحكومات في أنحاء العالم، وأبرز هذه الأدوات هي الصكوك الإسلامية حيث تعد هذه الأخيرة من أبرز المنتجات التي ابتكرتها المؤسسات المالية، باعتبارها أداة حيوية من أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي فهي تتيح لمصدريها الحصول على التمويل المرغوب فيه وللتعرف أكثر على هذه الصكوك سوف نتطرق إليها في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: أساسيات حول الصكوك الإسلامية.
- المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية.
- المبحث الثالث : واقع وتحديات الصكوك الإسلامية .

## المبحث الأول: أساسيات حول الصكوك الإسلامية:

تعتبر الصكوك الإسلامية أداة من أدوات التمويل في مختلف المشاريع، أو بالأحرى هي وسيلة من وسائل تعبئة المدخرات والموارد، وتوجيهها لمجالات استثمارية تدر عائداً مجدياً، وذلك وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.

### المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.

لقد وردت عدة تعاريف للصكوك الإسلامية نذكر منها:

**أولاً:** تعتبر الصكوك الإسلامية أداة اقتراض تم تطويرها من قبل المتخصصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية الإسلامية، وإنها متنوعة وتناسب معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري<sup>1</sup>.

**ثانياً:** تعرف الصكوك 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 فيما أصدرت من أجله، وهي البديل الشرعي للسندات<sup>2</sup>.

**ثالثاً:** كما يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية تمثل وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، على أساس المشاركة في الربح والخسارة، مع الالتزام بالضوابط الشرعية<sup>3</sup>.

**رابعاً:** الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثيقة بقسمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2012م، ص: 67، 68.

<sup>2</sup> حاكمي نجيبا الله، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، (الجزائر)، 2014 م، ص: 103.

<sup>3</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مفهومها - أنواعها - آليات التعامل بها - الرقابة عليها - المخاطر وعلاجها - دورها التنموي - سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (مصر)، 2014م، ص: 28.

للاستثمار نيابة، عنها وتعمل على ضمان تداوله وتنظيمه، ويشترك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار.<sup>1</sup> مما سبق يمكن القول الصكوك الإسلامية أداة من أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية.

ظهر اهتمام علماء الشريعة بطرح صكوك الاستثمار الشرعية بديلا مناسباً للسندات الربوية عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام (1976)، ثم تبعتها عدة محاولات منها: في ماليزيا 1983 حيث عزف مصرف إسلام ماليزيا عن التعامل في سندات وأذون الخزانة فأصدرت الحكومة شهادات استثمارية خالية من الربا. ثم محاولة الدكتور سامي حمود في بحثه "سندات المقارضة" الذي قدمه ضمن مشروع المصرف الإسلامي بالأردن عام (1987)، وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية، وكانت فكرة بحثه سندات المقارضة التي تعتمد على المضربة في الاستثمار.

وقد طورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في أعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة عام (1988) الذي خرج بتصوير متكامل وضوابط شرعية لصكوك المقارضة، وانطلاقها الحقيقية بدت حين أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية في البحرين عام (2003) معيارا شرعيا لصكوك الاستثمار يشمل جميع الصكوك التي ظهرت حتى وقتها.<sup>2</sup>

ومنذ ذلك التاريخ باد ظهور وتطور صكوك الاستثمار الإسلامية، فانطلقت الصكوك بخاصية في دول الخليج، ونمت حتى غزت العالم وعلى رأسه مجموعة الثمانية وبالغت المؤسسات المالية في المتوقع لنموها حتى توقع صندوق النقد الدولي أن تتجاوز إصدارات الصكوك الإسلامية ثلاثة تريليون دولار عام (2010م).

<sup>1</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها الاستثمار - الصناديق الاستثمارية - الأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية (مصر)، م2014، ص:243.

<sup>2</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجواهر للنشر والتوزيع، القاهرة (مصر)، م2014، ص:52.

### المطلب الثالث: خصائص الصكوك الإسلامية.

يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي<sup>1</sup>:

✓ صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيب من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك؛

✓ شروط التعاقد تحدد وثيقة إصدار الصك، وهي تشمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد؛

✓ الصكوك متساوية في القيمة، وفي الحقوق والواجبات وفي ملكية الأموال الخاصة بها؛<sup>2</sup>

✓ الصكوك لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار؛

✓ الصكوك بعضها قابلة للتداول وفق شروط معينة؛

✓ عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فانه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد،

✓ إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة صكوكهم؛

✓ إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح، والاحتياجات والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عن تصفيته؛

✓ تصدر الصكوك الإسلامية على أساس عقد شرعي مثل الإستصناع، أو الإجارة، أو المضاربة..... الخ. بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وبقية أحكامها وبالتالي فهي خاضعة لأحكام

ذلك العقد؛

✓ تمثل الصكوك الإسلامية أداة تمويل خارج الميزانية، فالإدارة لا تحتاج لتعليق استخدامها لان شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك (المستثمرين).

<sup>1</sup> حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص محاسبة مالية، جامعة حسينية بن بوعلوي (الشلف)، 2010-2011م، ص:88.

<sup>2</sup> ادهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق الذكر، ص:54.

المطلب الرابع : مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية.

أولاً : الصكوك الإسلامية والسهم .

يمكن تلخيص أوجه الشبه والاختلاف بين الصكوك والأسهم فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1- يتشابه الصك مع السهم من حيث أن كلاهما:
  - أ- أداة ملكية وليس أداة دين؛
  - ب- أن تكون كلاهما متساوية القيمة؛
  - ت- ليس مالا مقوما في ذاته، ولكنه وثيقة بالحق، ودليل عليه؛
  - ث- قابل للتداول، ويتحقق فيه أحكام التصرف والحيازة والقبض والهبة والرهن؛
  - ج- لهما قيمة اسمية؛
  - ح- صاحبه معرض للربح والخسارة، فليس للفائدة أو الربح المضمون محل أو مكان في الأسهم والصكوك الإسلامية.

2- و تختلف الصكوك عن الأسهم فيما يلي:

- أ- السهم يعطي صاحبه حقا في حضور الجمعية العمومية للشركة، والتصويت والاشتراك في الإدارة، والرقابة، وغير ذلك، ولا يمنح حامل الصك هذه الحقوق؛
- ب- السهم جزء من رأس مال شركة ما، وهذه الشركة ليس لها في الغالب تاريخ للتصفية، فهي مشاركة دائمة في الشركة، لأن الغرض من إنشائها هو الاستثمار والتوسع فيه إلى أجل غير مسمى، وغير قابلة للرد أو الإطفاء، أما الصك فانه غالبا ما يختصر بمشاريع لها تاريخ ابتداء وتاريخ انتهاء، وربما كان لمشاريع غير مؤقتة، وقابلة للرد والإطفاء؛
- ت- أسهم الشركات تمثل ما تمتلك شخصيتها الاعتبارية من أصول وأعيان وغير ذلك، وليست من منتجاتها التجارية، أما الصكوك فتقوم الشركات بإصدارها كمنتج من منتجاتها التجارية؛
- ث- الصكوك بشكل عام أداة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية؛<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، مفهومها -أنواعها- آليات التعامل معها- الرقابة عليها المخاطر وعلاجها- دورها التنموي- سبل تحقيقها، مرجع سبق ذكره ،ص: 37.

<sup>2</sup> سامح كامل الغزالي ، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية- دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الإسلامية (غزة ) ، 2016م، ص:31.

ج- الغرض من الصكوك كأداة مالية هو التمويل وتكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق، بينما الأسهم هي ورقة مالية غير مؤقتة.

ثانيا: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات .

يمكن توضيح الفروق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في العناصر المبينة في الجدول التالي:

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

عناصر المقارنة	الصكوك	السندات
الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات، أي مشاركة في الملية الموجودات طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة، وتعد من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل. والصك تمثل سهما ماليا في الأصول و المنافع والحقوق	قرض بفائدة دورية ومالكه لا يتحمل خسائر حيث لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة، ويعد من استثمارات طويلة الأجل، ويمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.
آلية الإصدار والالتزام بالضوابط الشرعية	الاكتتاب العام، وتتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية التي يجب إن تلتزم بها الجهة المصدرة التزاما تاما.	الاكتتاب العام، ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية ولا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية .
التداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات حيث يعد الصك دليلا على نقل الملكية في عمليتي البيع و الشراء	قابليتها للتداول، وتداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل بالمبالغ النقدي.
الأجل / المدة	مدة استمرارية المشروع أو النشاط المعنى، وترتبط المدة به وتنتهي بانتهائه.	المدة لا ترتبط بإنشاء المشروع أو النشاط، وقد تزيد أو تنقص عن مدة المشروع.
الأرباح والفوائد	الربح غير مقطوع أو غير محدد إنما قائم طبقا لقاعدة "الغنم بالغرم" أي مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.	الفوائد الدورية ومحددة مسبقا بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه (خسائر).
القابلية للتحويل إلى أسهم	غير قابلة للتحويل إلى أسهم لان الصكوك عبارة عن مشروعات أو أنشطة قائمة.	قابلة للتحويل إلى أسهم.

التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب أو أصحاب الأموال.	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم مقرضين القيمة النقدية.
ضمان رأس المال	لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد.	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروعة أو النشاط.
الإطفاء	يمكن أن يكون كليا أو جزئيا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك.	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.

المصدر: أحمد شعبان محمد علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية - مفهومها - أنواعها - آليات التعامل معها - الرقابة عليها المخاطر وعلاجها - دورها التنموي - سبل تحقيقها، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

## المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية.

تتنوع الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى أنواع عديدة وفقاً لعدة اعتبارات، ومن أهمها مذكرته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - البحرين - أنه توجد عدة هياكل لإصدار الصكوك الإسلامية وهي كالتالي:

### المطلب الأول: المشاركة و المضاربة.

#### أولاً: صكوك المشاركة.

تعتبر المشاركة إحدى مجالات الاستثمار الهامة في المصارف الإسلامية كما تعتبر بديلاً ناجحاً في كثير من الأحيان لتمويل المراجعة المثيرة للجدل.

#### 1. تعريف المشاركة:

أ- لغة: يقصد بها توزيع الشيء بين اثنين فأكثر على جهة الشيوخ.<sup>1</sup>

ب- اصطلاحاً: اختلاط نصيبين فصاعداً بحيث لا يتميز نصيب أحدهما عن غيرها. ويعرفها آخرون: بأنها اشتراك طرفين أو أكثر في المال أو العمل على أن يتم الاتفاق على كيفية تقسيم الربح، أما الخسارة فيجب أن تكون حسب نسب المشاركة في رأس المال. ويطبق البنك هذه الصيغة بالدخول بأمواله شريكاً مع طرف أو مجموعة أطراف في تمويل المشاريع مع اشتراكه في إدارتها ومتابعتها.<sup>2</sup>

#### 2. مشروعية صيغة المشاركة:

المشاركة مشروعية بالكتاب والسنة والإجماع:

أ- في الكتاب: لقوله تعالى: "فهم شركاء في الثلث". (النساء.12).

ب- وفي السنة النبوية: دلت أحاديث كثيرة على جواز الشركة ومن ذلك ما أخرجه البخاري وأحمد عن أبي المنهال قال: اشتريت أنا وشريك لي شيئاً يدا بيد و نسيئة فجاءنا بن عازب فسألناه، فقال: فعلت أنا وشريكي زيد بن أرقم وسألنا النبي صلى الله عليه وسلم فقال: "ما كان يدا بيد فخذوه، وما كان نسيئة فذروه."<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عماد عبد الرحمن البركة، قضايا ومشكلات في المصارف الإسلامية وحلول مقترحة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2010م، ص:71.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012م، ص:120.

<sup>3</sup> محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان (الأردن)، 2012م، ص:194.



ت- أما الإجماع: فقد اجمع علماء المسلمون على جواز الشركة في الحملة، وإنما اختلفوا في أنواع منها، وتعد الشركة أكثر الطرق تعبيراً عن روح الإسلام ومبادئه الاقتصادية، في توظيف المال وتشغيله، وأقربها إلى تحقيق العدالة.<sup>1</sup>

### 3- شروط المشاركة:

هناك شروط خاصة برأس المال وشروط خاصة بتوزيع الأرباح، وأخرى خاصة بالعمل:

#### أ- الشروط الخاصة برأس المال:

- ✓ يشترط في رأس مال المشاركة أن يكون من النقود، أما إذا كان من العروض (رأس مال عيني) أو من عمولات أخرى، قومت جميعاً بعملة واحدة لتحديد رأس مال المشاركة وحصص الشركاء؛
- ✓ لا يشترط التساوي بين حصص الشركاء في رأس المال؛
- ✓ لا يوجد خلط المال الخاص لأحد الشركاء بالذمة المالية للمشاركة؛<sup>2</sup>
- ✓ إلا يكون ديناً في ذمة أحد الشركاء؛<sup>3</sup>
- ✓ أن يكون رأس المال معلوماً وموجوداً بحيث يمكن التصرف فيه.<sup>4</sup>

#### ب- الشروط الخاصة بتوزيع الأرباح:

- ✓ يحدد عقد المشاركة قواعد توزيع الأرباح بين الأطراف المختلفة بوضوح تام، وإن يكون نصيب كل شريك من الربح نسبة محددة؛
- ✓ في حالة وقوع خسارة دون تقصير أو مخالفة من طرف أحد الشركاء القائم بالإدارة والعمل، فإن هذه الخسارة يتحملها الشركاء، فيتم توزيعها على حسب نسبة مساهمة الشركاء في رأس المال؛<sup>5</sup>
- ✓ لا يجوز أن يشترط أحد الشركاء لنفسه مبلغاً محدداً من الربح وإلا فسدت المشاركة.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> أسامة شيد كردي، وسائل الاستثمار وتوزيع الأرباح والخسائر في البنوك الإسلامية دراية فقهية مقارنة، التفسير للنشر والإعلان، بيروت، 2013م، ص: 150.

<sup>2</sup> رابح حدة، دور البنوك المركزية في إعادة تحديد السيولة في البنوك الإسلامية، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009م، ص: 247.

<sup>3</sup> اتحاد المصارف العربية، إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي، 2002م، ص: 142.

<sup>4</sup> دناداني محمد أمين، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر -دراسة مقارنة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011-2012م، ص: 24.

<sup>5</sup> رابح حدة، المرجع السابق الذكر، ص: 287.

<sup>6</sup> اتحاد المصارف العربية، المرجع السابق الذكر، ص: 142.

ت- الشروط الخاصة بالعمل:

✓ حق الاشتراك في العمل: <sup>1</sup> أجمع جمهور الفقهاء على جواز تفويض احد الشريكين العمل إلى شريكه، واشترط ذلك في البداية لثبوت الحق في التصرف لكليهما، وجواز تنازل صاحب الحق عنه وخالفهم في هذا الإمام مالك - رحمه الله - فأوجب اجتماعهما وتكافؤهما فيه على قدر رؤوس أموالهما؛

✓ حدود تصرفات الشركاء: يتقيد كل شريك بشروط العقد والعرف التجاري وفي كل ذلك هو مقيد في تصرفاته بما يبيحه الشرع الإسلامي، فلو تصرف تصرفاً ممنوعاً كان تصرفه باطلاً ويتحمل مسؤولية تصرفه وإثمه.

4- أنواع المشاركة:

هناك عدة أشكال من المشاركات يمن للبنوك الإسلامية أن توظف أموالها فيها وفقاً لهذه الأداة، يمكن تقسيم هذه الأشكال إلى ما يلي:

أ- المشاركة الدائمة: يطلق عليها أيضاً بالمشاركة الدائمة في رأس مال المشروع،<sup>2</sup> وهي تتمثل في دخول المصرف في رأسمال مشترك بحصة ثابتة لا تنتهي إلا بانقضاء عمر الشركة، ويوزع صافي نتائج نشاط الشركة (ربحاً أو خسارة) على الشركاء حسب مساهمة كل منهم في رأس المال.

ب- المشاركة المؤقتة:

وهي اشتراك البنك في مشروع معين بهدف الربح مع تحديد اجل أو طريقة لانتهاء مشاركة البنك في هذا المشروع في المستقبل، وهذه المشاركة على نوعين:

✓ المشاركة في تمويل صفقة معينة:

وهي اشتراك البنك الإسلامي مع احد التجار أو إحدى المؤسسات في تمويل صفقة معينة على أن يقتسما الربح بنسب معينة،<sup>3</sup> فيتم تصفية الصفقة واحتساب حصة كل طرف من الأرباح وتسليمها له بعد إعادة رأسماله له، وبهذا تنتهي الشركة، ومثال ذلك اشتراك البنك مع أحد المقاولين في تنفيذ عطاء بناء مجمع تجاري أو اشتراكه مع أحد تجار المواد الغذائية في استيراد مواد غذائية معينة تحتاجها البلد لصالح الحكومة أو لصالح المؤسسات الاستهلاكية المدنية أو العسكرية.

<sup>1</sup> محمد سحنون ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، الطبعة الأولى ، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2003م ، ص: 102.

<sup>2</sup> إبراهيم خريس ، اقتصاديات النقود والمصارف دراسة مقارنة ، دار الأبرار للنشر والتوزيع ، عمان (الأردن) ، 2010م ، ص: 226.

<sup>3</sup> محمود حسين سمحان الوادي ، حسين محمد سمحان ، المرجع السابق الذكر ، ص: 197 ، 198.

✓ المشاركة المنتهية بالتمليك (المشاركة المتناقصة):

تعتبر هذه الصيغة من الأساليب الحديثة التي استحدثتها المؤسسات المصرفية الإسلامية لتكون بديلا عن سعر الفائدة،<sup>1</sup> وهي اشتراك البنك الإسلامي مع طرف أو أطراف أخرى في إنشاء مشروع معين برأسمال معين بهدف الربح، بحيث يساهم البنك والشركاء في رأسمال هذا المشروع بنسبة معينة، على أن يقوم الطرف الآخر (الشريك الآخر أو احد الشركاء) بشراء حصة البنك تدريجيا من الأرباح التي يحصل عليها إلى أن تنتقل حصة البنك في رأسمال المشروع بالكامل وبشكل تدريجي للطرف الآخر، بحيث يصبح الشريك الآخر هو مالك المشروع ويخرج البنك من الشركة.

ثانيا: صكوك المضاربة.

تعتبر المضاربة أكثر أدوات التمويل الإسلامي ملائمة لتعبئة الموارد التمويلية للبنوك الإسلامية.

1- تعريف المضاربة:

أ- لغة : اسم منبثق من الضرب في الأرض أي السير فيها كما قال الله تعالى: "وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله" المزمّل 20 . أي يطلبون الرزق في المتاجر والمكاسب، وتسمى المضاربة عند بعض الفقهاء بشركة القرض أخذا من قرض الشيء أي قطعه. كان رب المال اقتطع للعامل قطعه من ماله ليعمل فيها، وتسمى أيضا شركة المعاملة أخذا من العمل وهو الإيجار بالمال.<sup>2</sup>

ب- اصطلاحا: المضاربة، أو القراض، تعني اتفاق بين طرفين، يبذل أحدهما فيه ماله ويسمى رب المال، ويبذل الآخر جهده وعمله في تقليب المال والإيجار فيه ويسمى رب العمل، على أن يوزع الربح بينهما بحسب الاتفاق، وتكون الخسارة على المال وحده ولا يتحمل رب العمل شيئا منها إذ يكفيه ضياع جهده ووفته وعمله. وإما إذا لم تحقق المضاربة لا ربحا ولا خسارة فان لبر المال رأس ماله ولا شيء لرب العمل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هاجر زروقي ، إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، دراسة حالة بنك البركة الجزائري ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في العلو التجارية ، جامعة فرحات عباس – سطيف ( الجزائر)، 2011-2012م، ص:47.

<sup>2</sup> حسين محمد سمحان ، أسس العمليات المصرفية الإسلامية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان (الأردن) ، 2013م، ص ص: 229-230.

<sup>3</sup> محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية أحكامها- مبادئها- تطبيقاتها المصرفية ، الطبعة ثانية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان (الأردن)، 2011م، ص:213.

2- مشروعية صيغة المضاربة.

على الرغم من عدم وجود أصل منصوص عليه في الكتاب أو في السنة النبوية الشريفة بشكل واضح ومحدد حول شرعية المضاربة، إلا أن مشروعيتها مقررة بالسنة التقديرية، التي تعني ما أقره الرسول صلى الله عليه وسلم بعث والناس يتعاملون بها فاقروهم عليها. وقد فعلها بمال السدة خديجة رضي الله عنها قبل بعثته. وتعامل بها الصحابة رضوان الله عليهم. روى بأن العباس بن عبد المطلب رضي الله عنه كان إذا دفع مالا للمضاربة اشترط على المضارب إلا يسلك به بحرا أو ينزل بها واديا ولا يشترط ذات كبد رطبة، فان فعل ذلك ضمن. فبلغ ذلك رسول الله صلى الله عليه وسلم فاستحسنه. وقد طبقها عمر بن الخطاب رضي الله عنه على ابنيه عبد الله وعبيد الله، وهي مشروعة بالجماع.

3- شروط المضاربة:

لا تختلف المضاربة عن غيرها من العقود في الشروط العامة لانعقاد العقد وهي المتعلقة بالأهلية للعاقدين، والمحل والصيغة فهي من هذه الناحية كشروط الوكالة. أما الشروط الخاصة بصحتها، فهي التي تتعلق بأحوال رأس المال والربح والعمل.

أ- شروط رأس المال:

- ✓ أن يكون رأس المال نقدا فلا تصح المضاربة إذا كان رأس المال من العروض أو العقار عند جمهور الفقهاء؛<sup>1</sup>
- ✓ أن يكون رأس المال معلوم المقدار، لان جهالته تؤدي إلى جهالة الربح، ومعلومية الربح شرط لصحة المضاربة، كما أن الجهالة تقضي إلى المنازعة التي تفسد العقد؛
- ✓ أن يكون رأس المال عينا لا دينا في ذمة المضارب، لان ما في الذمة لا يتحول ويعود أمانة؛
- ✓ تسليم رأس المال إلى المضارب، لأنه أمانة، فلا يصح إلا بالتسليم كالوديعة فلو اشترط بقاء يد المالك على المال فسدت المضاربة؛
- ✓ المضاربة يكون فيها المال من جانب واحد وقد يكون من جانبين، إما العمل فمن جانب واحد فقط.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مصطفى كمال السيد طایل ، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي ، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، عمان (الأردن) ، 2012م، ص: 262.

<sup>2</sup> نوري عبد الرسول ألقاقي ، المصرفية الإسلامية الأسس النظرية وإشكاليات التطبيق ، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان (الأردن) ، 2011م، ص: 226.

ب- شروط الربح:

- ✓ لا يجوز باتفاق الطرفين توزيع الربح في أي وقت مع بيان الفترة التي يسري عليها الاتفاق؛
- ✓ إذا فسدت المضاربة لأي سبب فالمضاربة اجر المثل؛
- ✓ أن يكون نصيب كل طرف نسبة شائعة من الربح وليس مقدارا محددًا؛
- ✓ اشترط الشافعية أن يكون الربح مشتركًا بين الطرفين. فلا يجوز أن يختص بالربح أحدا المتعاقدين دون الآخر؛
- ✓ لا يصح أن يشترط احد المتعاقدين لنفسه كمية محددة من الربح؛
- ✓ لا يجوز أن يجمع المضارب بين الربح والأجرة؛
- ✓ لا يجوز لرب المال أن يدفع مالين للمضارب على أن يكون للمضارب هذه الفترة وللمضارب ربح الفترة الأخرى؛
- ✓ لا ربح في المضاربة إلا بعد سلامة رأس المال؛
- ✓ يستحق المضارب نصيبه من الربح بمجرد ظهوره ولا يتأكد إلا بالقسمة عند التنضيض الحقيقي أو الحكمي؛
- ✓ يجوز خلط مال المضارب بمال المضاربة مع إعطاء الأولوية في الاستثمار لأرباب الأموال؛<sup>1</sup>
- ✓ أن يكون نصيب كل منهما معلوما عند التعاقد، فلا يجوز القول: لك جزء ولي جزء وإنما لك ثلث مثلا أو ربع وهكذا؛<sup>2</sup>
- ✓ أن يكون الربح مشتركًا بين المتعاقدين، فلا يجوز لواحد منهما فقط.

ت- الشروط الخاصة بالعمل:

- ✓ شروط الأعمال العامة: وهي لا تحتاج لإذن مسبق من رب المال ومن أهمها:
  - ارتياد جميع الأعمال المشروعة حسب خبرة المضارب؛
  - العمل بنفسه والاستعانة بآخرين عند اللزوم؛
  - اختيار الأسواق والأماكن الآمنة؛
- ✓ الأعمال التي لا يجوز إلا بتفويض أو إذن مسبق من رب المال:
  - خلط مال المضاربة؛

<sup>1</sup> حسين محمد سمحان ، أسس العمليات المصرفية الإسلامية ، مرجع سبق ذكره ، ص :212-233.

<sup>2</sup> محمود محمد حمودة ، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام ، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان،(الأردن )،

2009م، ص:144.

- الالتزام بشروط المضاربة المقيدة ( زمان، مكان، سوق....)؛
- دفع المال للمضارب وإطلاق يده فيه؛
- ليس للمضارب البيع بنسيئة، إلا بإذن رب المال سواء بإذن خاص أو بمقتضى العقد في المضاربة المطلقة.

### 4- أنواع المضاربة:

المضاربة عقد بين من يملك المال ومن لا يملكه ليعمل فيه والبنوك الإسلامية تقوم هنا بدور المضارب أو دور رب المال أو الدورين مع، هنالك عدة أنواع من المضاربات منها:

#### أ- المضاربة الفردية:

وهي المضاربة التي تكون العلاقة فيها ثنائية بين مضارب واحد يقدم العمل والجهد والإدارة وبين رب مال واحد (يقدم المال).<sup>1</sup>

#### ب- المضاربة الجماعية: (المشتركة):

وهي المضاربة التي يتعدد فيها الأطراف المشتركة في المضاربة بين أصحاب رؤوس الأموال وأرباب العمل والخبرة، واهم صور هذه المضاربات التي تمارسها المصارف الإسلامية ما يلي:

✓ الصور التي يتعدد فيها أصحاب رؤوس الأموال و ينفرد فيها المضارب، وذلك في حالة قيام المصرف الإسلامي باستثمار الحسابات الاستثمارية (الودائع) بنفسه دون الاستعانة بمضاربين آخرين؛

✓ الصورة التي يتعدد فيها أطراف المضاربون وينفرد فيها رب المال، وذلك في حال قيام

المصرف الإسلامي باستثمار الحسابات الاستثمارية (الودائع) مع مضاربين متعددين؛

✓ الصور التي يتعدد فيها أطراف المضارب، أرباب المال والمصرف الإسلامي والمضاربون،

وتتمثل في قيام المصرف الإسلامي بإعطاء المال مضاربة لغيره، أي إن العلاقة تقوم بين

أرباب المال (أصحاب الحسابات لاستثمارية) والمصرف الإسلامي كوسيط، والمضاربون

الذين يأخذون المال من المصرف لاستثمارها.

#### ت- المضاربة المطلقة:

وهي المضاربة المفتوحة التي لا تقيد بعمل معين،<sup>1</sup> أو التعامل مع أفراد محددين أو فترة زمنية معينة، وبدون فرض أية قيود أخرى من رب المال على المضارب،<sup>2</sup> بمعنى هي التي يترك فيها للمضارب

<sup>1</sup> حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية 'مدخل حديث'، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2009م، ص ص: 158-159.

حرية التصرف في إطار أحكام الشريعة الإسلامية والعرف التجاري وما يؤدي إلى الهدف منها وهو تحقيق الأرباح.

### ث- المضاربة المقيدة:

وهي مضاربة مغلقة تتضمن شروطا وقيودا تحد من حرية المضارب في التصرف في نوع النشاط أو السلعة أو المكان والزمان أو مع من يتعامل، على أن تكون هذه الشروط مناسبة وتهدف لحفظ المال، فلو لم يسلمه المال أصلا أو سلمه إليه ومنعه من التصرف فيه، فلا تصح المضاربة، وكذلك إذا سلمه المال وقيده بقيود شديدة جدا تضر بالاسترباح فإنه لا يصح أيضا.<sup>3</sup>

نستطيع القول: إن الفقهاء قد اتفقوا على القول بأن القيد معتبر وحكمه الجواز مما يوجب الالتزام بي بشرط الإفادة، وان يكون مناسبا كما بينا، واستدلوا على ذلك بقوله تعالى: "قل هل أنبئكم بشر من ذلك مثوبة عند الله من لعنه الله وغضبه عليه وجعل منهم القردة والخنازير وعبد الطاغوت أولئك شر مكانا وأضل عن سواء السبيل 60" (المائدة: 6) فيما أن القيد أو الشرط والذي تضمنه عقد المضاربة معتبر بالتالي يجب الالتزام به استجابة لأمر الله تعالى بوجوب الإيفاء بالعقود.

### المطلب الثاني: الإجارة والسلم.

#### أولا: صكوك الإجارة:

تعتبر الإجارة على أنها نوع من أنواع العقود الإسلامية التي شاعت مؤخرا في المصارف الإسلامية، سنتطرق إليها في هذا المطلب.

#### 1. تعريف الإجارة:

تعرف الإجارة على أنها: عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل بعوض معلوم.

وتعرف أيضا على أنها: عقد إيجار بين طرفين: الطرف الأول: المؤجر (أو المصرف) الذي يحتفظ بحق ملكية الأصل الرأسمالي المؤجر.

<sup>1</sup> بن حبيب عبد الرزاق ، خالدي خديجة ، نماذج وعمليات البنك الإسلامي ، ديوان المطبوعات الجماعية ، الجزائر ، 2002م، ص: 149.

<sup>2</sup> يحيوي وفاء ، إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية ، تجربة بنك البركة الجزائري ، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير ، جامعة البليدة 2 (الجزائر)، 2016-2017م، ص: 190.

<sup>3</sup> محي الدين يعقوب أبو الهول ، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية ، دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان (الأردن )، 2012م، ص: 195.

الطرف الثاني: المستأجر الذي سوف يتمتع بمزايا الانتفاع بالأصل أو استخدامه لإنتاج السلع والخدمات بدون أن يكون مالكا، في المقابل دفعه مبلغ الإيجار المتفق عليه دوريا.<sup>1</sup>

## 2. مشروعية الإجارة:

اتفق الفقهاء على مشروعية عقد الإجارة، ومن أدلتهم على مشروعية الإجارة في القرآن الكريم لقوله تعالى: "قالت إحداها يأبتي استأجره إن خير من استأجرت القوي الأمين 26 قال إني أريد أن أنكحك إحدى ابنتي هاتين على أن تأجرني ثماني حجج فان أتممت عشرا فمن عندك وما أريد أن اشق عليك ستجدني إن شاء الله من الصالحين 27. (القصص 26-27) فيها دليل على أن الإجارة كانت عندهم مشروعية معلومة وكذلك كانت في مكة<sup>2</sup>.

وجاء في السنة النبوية الشريفة هي الأخرى، لتبين مشروعية الإجارة، ومثال ذلك: عن أبي هريرة - رضي الله عنه - عن النبي صلى الله عليه وسلم قال: قال الله "ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة، رجل أعطى بي ثم غدر ورجل باع حرا فأكل ثمنه ورجل استأجر أجيورا فاستوفى منه ولم يعط أجره".

وهذا الحديث يدل صراحة على مشروعية الإجارة.<sup>3</sup>

أما الإجماع: قال ابن قدامة رحمه الله: (واجمع أهل العلم في كل عصر وكل مصر على جواز الإجارة، إلا ما يحكى عن عبد الرحمان بن الأصم انه قال: لا يجوز ذلك، لأنه غرر، يعني انه يعقد على منافع لم تخلق، وهذا غلط لا يمنح انعقاد الإجماع الذي سبق في الإعصار وسار في الأمطار).

وممن ذكر الإجماع غير ابن قدامه، الإمام الشافعي رحمه الله حيث قال: (فمضت بها السنة وعمل بها غير واحد من أصحاب رسول الله صلى الله عليه وسلم).<sup>4</sup>

## 3. شروط الإجارة:

يتضمن عقد الإجارة الشروط التالية التي أوردتها الفقهاء والمتمثلة في ما يلي:

أ - أن تكون الأجرة معلومة للطرفين ؛

<sup>1</sup> حمزة شوادر ، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل الرقابة النقدية التقليدية ، الطبعة الأولى ، عماد الدين للنشر والتوزيع عمان ( الأردن ) ، 2004م ، ص:221-222.

<sup>2</sup> محي الدين يعقوب أبو الهول، المرجع السابق الذكر، ص:289.

<sup>3</sup> نعيم نمر داوود ، البنوك الإسلامية نحو اقتصاد إسلامي ، الطبعة الأولى ، دار البداية ناشرون وموزعون ، عمان ( الأردن ) ، 2012م ، ص:157.

<sup>4</sup> يعرب محمود إبراهيم الجبوري ، دور المصارف الإسلامية في التمويل والاستثمار ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان ( الأردن ) ، 2014م ، ص: 146.



- ب- أن تكون المنفعة مباحة، فلا يصح الإجارة على شيء حرمه الشرع؛
- ت- أن تكون المدة معلومة نفعياً للجهالة والنزاع؛
- ث- يتحمل المؤجر تبعه هلاك أو خسارة العين المؤجرة، ما لم يثبت تقصيره أو تعدي المستأجر؛<sup>1</sup>
- ج- أن يكون الشخص المؤجر هو المالك الفعلي للعين المؤجر، أو ينوب عن مالك وكالة، فلا تصح الإجارة ما هو مرهون للغير؛<sup>2</sup>
- ح- رضا العاقدين، فلواكره أحدهما على الإجارة فإنها لا تصح، لقوله تعالى: "يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم ولا تقتلوا أنفسكم إن الله كان بكم رحيماً." (النساء: 29)؛<sup>3</sup>
- خ- أن لا تكون منفعة من جنس المعقود عليه، فلا يصح إجارة سكن بالسكن، أو الخدمة بالخدمة المقابلة لها في موضع آخر، وتصح إن تكون منفعة أخرى، وإميل إلى رأي الحنابلة في هذا الموضوع باعتبار هذه المنافع ليست من الأموال الربوية.<sup>4</sup>

#### 5- أنواع الإجارة:

هناك عدة أنواع من عقود الإجارة، ولكن في التطبيق العملي هناك اثنان من أهم هذه العقود هما:

#### أ- الإجارة التشغيلية

يتم في هذا النوع تأجير الأصول للقيام بعمل محدد، ثم يسترد المؤجر الأصول لتأجيرها مرة أخرى لشخص آخر، وهذا النوع يعتبر عملية تجارية أكثر منها مالية.<sup>5</sup>

والمصرف مسئول عملياً عن جميع النفقات على الأصل، من صيانة أو تأمين أو ضرائب أو غير ذلك.

<sup>1</sup> حمزة شوادر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل الرقابة النقدية التقليدية، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

<sup>2</sup> نعيم نمر داوود، المرجع السابق الذكر، ص: 158.

<sup>3</sup> يعرب محمود إبراهيم الجبوري، المرجع السابق الذكر، ص: 146.

<sup>4</sup> أحمد صبحي العيادي، إدارة العمليات المصرفية 'الرقابة عليها'، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان (الأردن)، 2010م، ص: 122.

<sup>5</sup> أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة- إستراتيجية مواجهتها، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2008م، ص: 95.

لقد تطور أسلوب التأجير التمويلي والتشغيلي في العقدین الأخيرین، وساهمت المصارف بتطويرها، وإنشاء شركات خاصة للتمويل التأجيري والتشغيلي، وقدمت لها التمويل، بحيث زادت أهمية هذه العمليات في الأسواق المالية المتقدمة.

لكن المصارف الإسلامية لم تجد هذا التطوير ملائماً للأغراض العملية نتيجة تنوع طلبات العملاء، واختلاف الفترات الاجارية، مما زاد من درجة المخاطر التي يتعرض لها المصرف، لذلك لا بد من تطوير هذا العقد، حتى تتمكن المصارف الإسلامية من تقليل درجة المخاطر، ومواجهة تحديات العوامة.

### ب- الإجارة المنتهية بالتملك:<sup>1</sup>

هو تطبيق خاص لعقد الإيجار أو الإجارة في الفقه الإسلامي، يتميز بأنه ينتهي بانتقال ملكية المال المأجور إلى المستأجر فيصبح مالكا له في مقابل مبالغ الإيجار التي قام بسدادها للمؤجر والتي تعادل قيمة المأجور، فان لم تعادلها قام المستأجر بتملكها.

فهي عملية تأجير تنتهي بتملك المستأجر للأصل المؤجر، عن طريق بيعه أو هبته له من طرف المؤجر، بعدما أن يكون استوفى قيمته من خلال الأقساط المدفوعة خلال فترة التأجير. حيث يكون تسديد القسط الأخير عن طريق عقد بيع منفصل عن عقد الإجارة يتملك بموجبه المستأجر الأصل أو العين المؤجر.

### ثانيا: السلم.

يعتبر السلم عقد استثمار وصيغة تمويلية في البنوك الإسلامية للأجل القصير، يتم بموجبها بيع أجل بعاجل.

1- مفهوم السلم: عقد السلم عقد معروف في الفقه الإسلامي ، وهو بيع سلعة مؤجلة بثمن حاضر<sup>2</sup>. أي دفع ثمن السلعة عاجلا وتسليم المشتري لها منه آجلا ، ويكون كل من السعر والأجل معلوما للطرفين ، ويمكن للبنوك الإسلامية القيام بعمليات بيع السلم، حيث يمكنها القيام بالتعاقد مع بعض المنتجين ( البائعين ) مع شراء بضاعة منهم بمواصفات محددة، وبثمن معين، بشرط تسليمها في تاريخ اجل محدد، والتعاقد في الوقت نفسه مع بيع هذه السلعة في

<sup>1</sup> حمزة شوادر، المرجع السابق الذكر، ص:223.

<sup>2</sup> السيد محمد احمد السريتي ، مقدمة في الاقتصاد الإسلامي، دراسة مقارنة مع الاقتصاد الوضعي، الدار الجامعية ، تانيس ، 2010م، ص:396.

التاريخ المحدد سلفاً بثمن أعلى من ثمن الشراء، ويعتبر ثمن الشراء بمثابة تمويل للمنتجين ( البائعين).

ويمكن لهذه الصيغة من التمويل أن تستخدم في مجال التجارة الخارجية (الاستيراد والتصدير).<sup>1</sup>

## 2- مشروعية السلم:

السلم جائز بالكتاب والسنة والإجماع:

في السنة، من ذلك ما رواه البخاري ومسلم أن النبي صلى الله عليه وسلم قدم المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والسنتين فقال، ( من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم).

أما في القرآن، قال ابن عباس: 'أشهد أن السلم المضمون إلى أجل قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ قول الله تعالى: " يأيها الذين امنوا اذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه."<sup>2</sup>

## 3- شروط السلم : بالإضافة إلى شروط العقد، الأهلية الشرعية للطرفين محل العلاقة التعاقدية في بيع

السلم يجب توفر شروط أخرى وهي كالتالي:

### أ- شروط رأس مال السلم (الثمن):

✓ أن يكون معلوم الجنس؛<sup>3</sup>

✓ أن يكون معلوم المقدار؛

✓ أن يسلم في المجلس.

### ب- شروط متعلقة بالجل :

✓ أن يكون الأجل معلوم وان يكون التسليم بالنسبة إلى المسلم فيه.<sup>4</sup>

### ت- شروط متعلقة بالمسلم فيه(المبيع):

✓ أن يكون المسلم فيه معلوماً بجنسه ، ونوعه ، وصفته ، ومقداره؛<sup>5</sup>

الجنس: قمح أو شعير.

<sup>1</sup> خليف عيسى ، التغيرات في قيمة النقود الآثار والعلاج في الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع عمان(الأردن ) ، 2011م، ص:191.

<sup>2</sup> محمد الطاهر الهاشمي، المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية الأساس الفكري والممارسات الواقعية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، الطبعة الاولى، منشورات جامعة 7 أكتوبر الإدارة العامة للمكتبات والمطبوعات والنشر ، ليبيا ، 2010م، ص:196.

<sup>3</sup> الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية وأساليب التمويل المتوافقة معها، الطبعة الثانية، حقوق التأليف والطبع والنشر محفوظة للمؤلف ، جامعة عين شمس ، 2006م، ص: 131.

<sup>4</sup> بن جود مسعود ، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 03 ، 2012-2013م، ص:40.

<sup>5</sup> احمد صبحي العبادي، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها، مرجع سبق ذكره، ص:110.

النوع : قمح بلدي، أو مستورد.

الصفة : نخب أول أو ثاني أو ثالث.

المقدار: (الوزن، الكيل، الطول، السعر). ولا يصح أن يذكر في العقد انه من الناتج الذي سيظهر جديدا وهو لم يتكون بعد، لأنه يبيع المعدوم صراحة وهذا لا يجوز.

✓ أن يكون رأس مال السلم فيه مختلفين جنسا تجوز النسبة فيه بينهما. فلا يجوز إسلاف الذهب والفضة أحدهما في الآخر، لان ذلك ربا ولا يجوز تسليم القمح بالقمح او الحيوان أو العروض ، ويجوز إسلاف العروض بعضها في بعض<sup>1</sup>؛

✓ أن يكون المسلم فيه مؤجلا، اتفق جمهور الفقهاء على هذا الشرط باستثناء الشافعية فقالوا يجوز حالا ومؤجلا؛

✓ أن يكون جنس المسلم فيه أي (المبيع) موجودا في الأسواق بنوعه وصفته عند حلول الأجل فقط ، سواء وجد عند العقد أم لم يوجد، لان المهم القد على التسليم، فيعتبر وقت وجوب التسليم؛

✓ أن يكون المسلم فيه مما يتعين بالتعين، فلا يجوز السلم في النقود؛  
✓ بيان محل التسليم.

#### 4- أنواع السلم:

يمكن تحديد أشكال عديدة للتمويل بالسلم كما يلي :

##### أ- بيع السلم البسيط.

يصلح هذا النوع من البيع للمصرف الزراعي أكثر من غيره، وبما أن المصرف الإسلامي مصرف شامل غير متخصص، فانه يمكن الإفادة منه في المصرف الإسلامي، حيث يتم التعامل من خلاله مع المزارعين الذين يتنوع أن تكون لهم السلعة في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم، فالبنك يقوم ببيع هذه المحاصيل في المناطق التي لا تحتاج مثل هذه المنتجات الزراعية .

كما يمكن استخدام هذا العقد في تمويل الصناعات الزراعية من خلال إنشاء محفظة استثمار عن طريق السلم لتمويل زراعات معينة قابلة للتصنيع كالقطن مثلا كما يمكن استخدام هذا النوع من التمويل في عقود غير زراعية فتكون صناعية أو تجارية، غير أن الشائع تمويل القطاع الزراعي.

##### ب- السلم الموازي:

<sup>1</sup> نوال بلوإب، اتجاهات إدارة المخاطر الائتمانية في عمليات التمويل بالبنوك، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، الطور الثالث، 2016-2017م، ص:158.

بيع السلم الموازي هو أن يقوم الطرف الذي قام بشراء البضاعة (المسلم) بعمل عقد موازي يبيع بموجبه البضاعة مبكراً لطرف ثالث وموجب عقد منفصل عن العقد الأول، متعهداً بتسليم البضاعة إلى الطرف الثالث في أجل بعد الأجل الأول.<sup>1</sup>

وبهذا نكون أمام عقدين منفصلين أحدهما عن الآخر، فإذا لم يقيم طرف العقد الأول (المسلم به)، بتسليم البضاعة محل العقد الأول في موعدها الأجل المحدد، وجب على الطرف ((المسلم)) في العقد الأول أن يقوم بتأمين البضاعة للطرف المشتري في العقد الثاني وتسليمها إليه في الأجل المحدد في العقد الثاني.

### ت- السلم المقسط:

وهو أن يسلم في مقدار من الحنطة<sup>2</sup>، على أن يقبضها عند آجال متفاوتة عند كل أجل منها مقدار معين، كما لو اسلم إليه مائة ألف طن من القمح بثمن قدره خمسون ألف دينار تدفع على أربع دفعات، فيدفع المصرف اثنا عشر ألف وخمسمائة دينار قبل أن يتسلم كل دفعة من القمح.

ث- **سندات السلم:** يمكن أن يفتح المجال أمام شركات المساهمة لتمويل الاستثمار إذا ما أحسنت استخدامه لتنمية الإنتاج، فيمكن للمصرف الإسلامي تابعة له طرح سندات سلم ويقوم بالشراء على أساس السلم بالجملة ثم البيع بطريقة السلم الموازي في صفقات متلاحقة مجزأة بأسعار ترتفع تدريجياً عند اقتراب موعد التسليم واستلام البضاعة.

### المطلب الثالث: الاستصناع والمراوحة.

#### أولاً: الاستصناع.

أصبح الاستصناع يحتل دوراً هاماً ورئيسياً في استثمارات البنوك الإسلامية، لما يقدمه من خدمات في سد حاجات الناس ومتطلباتهم.

1- **تعريف الاستصناع:** عرفه القانون الأساسي للبنك العربي الإسلامي الدولي بقوله: هو عقد بين الشركة والصانع يتعهد بمقتضاه بأن يصنع شيئاً موصوف النوع والقدر ومتفقاً فيه

<sup>1</sup> نعيم نمر داوود، البنوك الإسلامية نحو الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص: 170، 171.

<sup>2</sup> نوال بلبواب، المرجع السابق الذكر، ص: 159.

على طريقة التسليم ومدة الانجاز لقاء ثمن معلوم تتعهد به الشركة مقابل المادة والعمل أو مقابل العمل إذ قدمت الشركة المادة.<sup>1</sup>

كما يمكن القول انه عقد بيع بين الصانع والمستصنع على سلعة موصوفة في الذمة تدخل فيها الصنعة مقابل ثمن يدفع مقدما أو مؤجلا على دفعة واحدة أو على عدة دفعات حسبما يتفقان عليه بموجبه الصانع بصناعة السلعة أو الحصول عليها من السوق عند حلول موعد تسليمها.<sup>2</sup>

## 2- مشروعية الاستصناع :

يستدل على مشروعية الاستصناع من القرآن : لقوله تعالى : " فالو ياذا القرنين إن يأجوج ومأجوج مفسدون في الأرض فهل نجعل لك خرجا على أن تجعل بيننا وبينهم سدا قال ما مكني فيه ربي خير فأعينوني بقوة اجعل بينكم وبينهم ردما." (سورة الكهف) (94-95).<sup>3</sup> فهم قد طلبوا منه أن يضع لهم السد مقابل أجر عظيم يعطونه إياه.

ومن السنة : حديث استصناع رسول الله صلى الله عليه وسلم خاتما ، وحديث استصناع رسول الله صلى الله عليه وسلم منبرا ،<sup>4</sup> حيث قال لإمرة من أنصار (مري غلامك النجار يصنع لي أعوادا اجلس عليهن إذا قامت الناس).<sup>5</sup> وتأتي مشروعيتها لتخدم الناس في توفير سلع بمواصفات معينة غير موجودة في الأسواق وتخدم الصانع في تسويق مصنوعاته. ولذلك قيل إن الاستصناع جاز استحسانا لما يوفره للناس والشركات من احتياجاتهم من السلع الخاصة ذات المواصفات المحددة غير القابلة للإنتاج بكميات كبيرة.<sup>6</sup>

## 3- شروط الاستصناع :

هناك مجموعة من الشروط وضعها المختصون حتى يكون هذا الأخير صحيحا وهي كالآتي:

- ✓ بيان جنس المصنوع ونوعه وقدره وصفته، فلا بد من أن يكون معلوما، والعلم يحصل بذلك؛<sup>7</sup>
- ✓ اشتراط الأجل في الاستصناع؛<sup>8</sup>

<sup>1</sup> وائل محمد عربيات ، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية أساليب الاستثمار- الاستصناع- المشاركة المتناقصة ( المنتهية بالتمليك النظرية والتطبيق )، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان،(الأردن) ، 2009م، ص:182.

<sup>2</sup> صادق راشد الشمري ، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية ، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان، (الأردن) ، 2011م، ص:261.

<sup>3</sup> حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية 'مدخل حديث'، مرجع سبق ذكره، ص:214.

<sup>4</sup> محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية ، أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية، مرجع سبق ذكره ، ص :283.

<sup>5</sup> حربي محمد عريقات، المرجع السابق الذكر، ص:214.

<sup>6</sup> صادق راشد الشمري ،المرجع السابق الذكر، ص:284.

<sup>7</sup> أحمد صبحي العيادي ، أدوات الاستثمار الإسلامي البيوع - القروض - الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون

وموزعون ، عمان( الأردن) ، 2010م، ص ص: 50-51.

<sup>8</sup> عبد العزيز قاسم محارب ، الوقف الإسلامي اقتصاد وإدارة وبناء حضارة ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2011م، ص:77.

✓ أن يكون مما يجري فيه التعامل بين الناس<sup>1</sup>، و بعبارة أخرى أن يكون الاستضعاف في سلع يتم فيها التعامل بين الناس من خلال عقد الاستضعاف؛

✓ مبلغ الاستضعاف (مجموع التكلفة الكلية للاستضعاف زائد ربح البنك)؛

✓ يجوز أن يكون الثمن في عقد الاستضعاف المصرفي نقدا حاضرا يدفعه العميل عند التعاقد أو عند الاستلام، أو دينا مؤجلا، يدفعه المستضعاف دفعة واحدة أو على أقساط حسب الاتفاق؛

✓ عند التوقع على عقد الاستضعاف المصرفي يجب أن يكون مبلغ الاستضعاف مبلغا محددًا ومعلوما للطرفين؛

✓ إذا ثبت مبلغ الاستضعاف دينا في ذمة المستضعاف فلا يجوز أن يتغير إلا إذا تغيرت المواصفات.

4- أنواع الاستضعاف: يمكن للبنوك الإسلامية أن تساهم في تمويل وتوظيف أموالها من خلال ثلاث أنواع للاستضعاف وهي كالآتي :

#### أ- الاستضعاف الموازي

وفي مثل هذه يمكن للبنك الإسلامي أن يوظف أمواله باعتباره مستضعفا، أي طالبا لمنتجات مصنعة ذات مواصفات خاصة يدفع ثمنها من ماله الخاص ويتصرف بها ببيعاً أو تأجيراً. أو باعتباره صانعا، حيث تقدم إليه الطلبات من العملاء لاستضعاف عقارات أو معدات أو آلات أو سلع استهلاكية. وحيث أن البنك ليس في حقيقة الأمر مصنعا، فهو يقوم بدوره بالتعاقد مع المصنع الأصلي بعقد استضعاف آخر يكون فيه البنك مستضعفا لتصنيع ما تم الاتفاق عليه في عقد الاستضعاف الأول بين البنك والعميل، وهو ما يطلق عليه عقد الاستضعاف الموازي.

#### ب- عقود المقاول

لعل أهم أشكال توظيف الأموال في هذا الفرع من العقود هو من خلال ما يعرف بعقد المقاول، والذي هو احد أشكال الاستضعاف.<sup>2</sup> حيث يمكن تطبيقه في التمويل العقاري في عدة تطبيقات مختلفة، كبناء المساكن والعمائر وغيرها، وذلك ببيان موقعها والصفات المطلوبة فيها، كما يمكن أن يكون الاستضعاف في تخطيط الأراضي وإنارتها وشق الطرق فيها وتعييدها، وغير ذلك من المجالات العقارية والتي يمكن الاستفادة من الاستضعاف فيها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دراسة تطبيقية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2012م، ص: 76.

<sup>2</sup> محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها- مبادئها- تطبيقاتها المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

<sup>3</sup> موسى عمر مبارك أبو محميدة، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 1، قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، 2008م، ص: 84.

ت- التجمعات الصناعية:

ومن الأشكال الأخرى للاستصناع التي يستطيع المصرف الإسلامي توظيف أمواله بها الاتفاق مثلا مع عدد من الصناعيين لقيام كل منهم بتصنيع جزء معين من منتج خاص، والاتفاق مع صناعي آخر لتجميع هذه الأجزاء وإخراج السلعة النهائية التي تصبح ملكا للبنك الإسلامي لبيعها بالأسواق. فمن خلال عقود الاستصناع هذه يعمل البنك على تشغيل العاطل من فوائض الطاقة الإنتاجية لعملاءه الصناعيين، ويساهم بإنتاج سلعة جديدة يحتاجها المجتمع ويحقق عن خلال بيعها ربحا.

ثانيا : المرابحة.

المرابحة هي إحدى صور بيع الأمانة في الشريعة الإسلامية، وهي واحدة من أكثر أساليب التمويل شيوعا وانتشارا في البنوك الإسلامية.

1- **تعريف المرابحة:** المرابحة هي عقد من عقود الاستثمار التجاري وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها التمويل بالبيع،<sup>1</sup> وهي اتفاق بين مشتري لسلع معينة وبائع لها، وبموصفات محددة على أساس كلفة السلعة، إضافة إلى هامش ربح يتفق عليه المشتري،<sup>2</sup> أي هو بيع ما ملكه الإنسان برأس ماله مع ربح محدد، سواء أكان الربح حصة نسبية من رأس المال أم مبلغا مقطوعا أو عينيا في حوزة المشتري.<sup>3</sup>

2- **مشروعية المرابحة:**

بما أن المرابحة نوع من بيوع الأمانة، ويعتبر هذا البيع جائزا فإننا نجد مجموعة من الآيات القرآنية الدالة على جوازها : **لقوله تعالى** : " واحل الله البيع وحرم الربا" **ويقول أيضا:** " إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم" **ومن السنة المطهرة:** قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ثلاث فيهن البركة، المقرضة والبيع لأجل وخلق البر بالشعير للبيت لا للبيع، وسئل الرسول صلى الله عليه وسلم: "إنما البيع عن تراض."<sup>4</sup>

<sup>1</sup> يردي محمد أمين ، دور البنوك الإسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، ملتقى وطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، 6-7-12-2017، جامعة الشهيد لخضر بالوادي(الجزائر) ، ص: 16.

<sup>2</sup> حكيم براضية ، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية ، مرجع سبق ذكره ص: 36.

<sup>3</sup> محمد بن وليد بن عبد اللطيف السويديان ، التكلفة الفعلية في المصارف الإسلامية الأسباب والضوابط ، الطبعة الأولى ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان، (الأردن) ، 2011م، ص: 94.

<sup>4</sup> منى قحام ، صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي دراسة حالة بنك البركة الجزائري – وكالة البليدة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة ، جامعة المدية ، 2008-2009م، ص: 97.



أما الإجماع: ذكر في معظم كتب الفقه أن هناك إجماعاً على مشروعية المراجعة وأنهم تعاملوا بها من غير تكبير.<sup>1</sup>

### 3- شروط المراجعة:

يلزم لصحة المراجعة بالإضافة إلى الشروط العامة في العقود (كالأهلية والمحل والصبغة) بعض الشروط الأخرى نوجزها فيما يلي:

أ- من أبرز شروط المراجعة هو الإفصاح عن التكاليف التي قامت بها السلعة حال إجراء العقد الأول: فان تضمنت هذه التكاليف تكلفة لم تنطبق عليها معايير وضوابط التكلفة الفعلية فإذ ذلك يعود على بيع المراجعة بالأبطال، لان بيع المراجعة من بيوع الأمانة،<sup>2</sup> لان المراجعة بيع بالثمن الأول مع زيادة الربح، والعلم بالثمن الأول شرط لصحة البيع، فإذا لم يكن معلوما فهو فاسداً؛<sup>3</sup>

ب- أن يكون الربح معلوماً، لان بعض الثمن، والعلم بالثمن شرط لصحة البيع؛

ت- أن يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا فان كان كذلك بان شتري المكيل أو الموزون بجنسه - مثلاً - لم يجز بان يبيعه مراجعة، لان المراجعة بيع بالثمن الأول وزيادة، والزيادة في أموال الربا تكون ربا لا ربحاً؛<sup>4</sup>

ث- أن يكون الشيء المراد شراؤه مما يجوز للمسلم أن يمتلكه، فلا يجوز المواعدة لشراء الخمر أو الخنزير مثلاً؛<sup>5</sup>

ج- تتطلب المراجعة كأحد أنواع البيوع التجارية المسموح بها المعرفة التامة بأحوال السوق وظروفه وأنواع المنتجات محل التعامل وأماكن توزيع المنتجات وأخلاقيات التجارة؛

ح- وضوح البيانات المتعلقة بالمراجعة وفهمها من قبل المشتري حتى يقف على كافة خصائصها فلا تكون هناك جهالة أو غرر؛

<sup>1</sup> حمد بن عبد الرحمن الحنيدل، إيهاب حسين أبودية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار جدير للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2009م، ص:35.

<sup>2</sup> محمد بن وليد بن عبد اللطيف السويدي، التكلفة الفعلية في المصارف الإسلامية الأسباب والضوابط، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

<sup>3</sup> خالد عبد الله براك الحافي، تنظيم الاستثمار المصرفي في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2010م، ص:478.

<sup>4</sup> فتيحة عبد الرحمن العاني، التمويل ووظائفه في البنوك الإسلامية والتجارية دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2013م، ص:70.

<sup>5</sup> زعباط عبد الحميد، البنوك التجارية والبنوك الإسلامية ودورها في التنمية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر 03، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، وعلوم التسيير، 2013-2014م، ص:86.

خ- كل كذب أو خيانة في عملية البيع بالمراجحة تفسدها ويرتب ذلك للمشتري الخيار في المضى في العقد أو عدمه؛

د- تجوز المراجحة في عروض التجارة والزرع والثمار، أما العقار فتكتفه صعوبات إدارية وإجرائية تليها القواعد والقوانين المتعلقة بانتقال الملكية.<sup>1</sup>

4- أنواع المراجحة: تعتبر المراجحة احد عقود البيع المهمة في الفقه الإسلامي ويتم البيع مارجحة بإحدى الصورتين التاليتين:

أ- المراجحة البسيطة: هذا النوع من البيوع هو الذي يشترط فيه، أن يكون المبيع مملوكا للبائع، وتمارس البنوك الإسلامية هذا النوع من البيوع عن طريق شركائها التجارية التابعة لها، أو عن طريق الشركات التي يدخل فيها البنك شريكا مع عملائه،<sup>2</sup> بمعنى أن المراجحة البسيطة تتم بين طرفين فقط، يقوم فيها مالك لسلعة يملكها أصلا، ببيعها بمثل الثمن الأول وزيادة، وهي صورة البيع الشائع العمل بها من قبل التجار في العادة، فيبيعونها له بثمن يزيد عن ثمن شرائها بمقدار الربح المقصود من بيعها، وقد يكون البيع مساومة أو أمانة، وقد يكون الثمن حالا أو مؤجلا أو مقسطا. وسميت مارجحة بسيطة لأنها تتم بين طرفين فقط (مالك السلعة ومشتريها).<sup>3</sup>

ب- المراجحة المركبة (المراجحة للأمر بالشراء): تعتبر المراجحة للأمر بالشراء الصيغة السائدة العمل بها في المصارف الإسلامية، لأنها من أكثر الصيغ مرونة وتلبية لحاجات الشريحة واسعة من أفراد المجتمع، وهي احد بيوع الأمانة، وتكون بان يطلب شخص من آخر أن يشتري سلعة معينة لا تتوفر لديه في الحال، ويعده بان يشتريها منه بربح يتفقان عليه، وتختلف عن المراجحة البسيطة في انها تجمع بين ثلاث أطراف ( مالك السلعة- وأمر بالشراء- ومأمور بالشراء)، فالشخص الذي يطلب الحصول على السلعة يسمى (أمر بالشراء)، والشخص أو الطرف الذي طلب منه القيام بتوفير السلعة لطالباها يسمى (المأمور بالشراء) أو البائع للأمر بالشراء، وهو النوع السائد التعامل به في المصارف الإسلامية وتسمى عادة ( بالمراجحة المصرفية).

وسميت بالمراجحة المركبة لأنها عقد بيع مركب من عقدين يتم فيه البيع على مراحل:

<sup>1</sup> نوال بليو، اتجاهات إدارة المخاطر الائتمانية في عمليات التمويل بالبنوك، دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

<sup>2</sup> مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، مرجع سبق ذكره، ص: 275.

<sup>3</sup> محمد الطاهر الهاشمي، المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية الأساس الفكري والممارسات الواقعية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

**المرحلة الأولى:** وعد من الأمر بالشراء للأمر بان يشتري منه السلعة التي أمره بشرائها بعد أن يمتلكها.

**المرحلة الثانية:** إبرام عقد البيع الأول بين المأمور بالشراء والبائع الأول (مصدر السلعة).

**المرحلة الثالثة:** إبرام عقد البيع الثاني بين الأمر بالشراء والمأمور بالشراء (البائع الثاني).

### المطلب الرابع: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.

للصكوك الإسلامية أهمية كبيرة ودور فعال في أسواق المال العالمية المعاصرة، ولذلك سنذكر منها ما يلي:

✓ تعد من الأدوات التمويلية المهمة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة الأزمة للمؤسسات والحكومات التي تحتاج إليها؛<sup>1</sup>

✓ إن وجودها يثري الأسواق المالية الإسلامية لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجنح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة؛

✓ تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة ، وأدوات الدين العام؛

✓ تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعلميا ، فأما نظريا فهي استكمال حلقات الاقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية ، وأما عمليا فان وجودها يساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين؛

✓ إن ابتكار أدوات مالية و استثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق لأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص لاستثمار و توجيه المدخرات إلى قنوات لاستثمار المختلفة، و هو ما يعد أمرا حيويا لدفع النمو لاقتصادي وتنشيط لاقتصاد،<sup>2</sup> حيث تتعدد أنواع و أجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتحويل المشاريع في مختلف القطاعات : الزراعية، الصناعية، العقارية...؛

✓ تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك و التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلا قويا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص:70،69.

<sup>2</sup> كناف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، العدد 14 ، جامعة سطيف (الجزائر) ، لسنة 2011م، ص:101.

المالية و تنتظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك لأدوات لكثير إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرا أفضل لاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛

✓ تعد الصكوك لإسلامية إحدى الأدوات المهمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية ، ويمكن أن تساهم و بشكل كبير قي تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق؛

✓ إن تبني خطط التنمية لاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك لإسلامية وخلت سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، مما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات و توسيع دائرة لاستثمار؛

✓ توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق،<sup>1</sup> التي تشمل:صكوك الشركات والمؤسسات و صكوك المصارف لإسلامية ،والصكوك الحكومية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك ؛

✓ توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك لإسلامية إصدار و تداولاً، وذلك إذ تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية؛

✓ إن ازدياد كمية و نوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول هذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف لاحتياجات التحويلية والاستثمارية...إلى غير ذلك.

<sup>1</sup> كناف شافية، لمرجع السابق الذكر،ص: 101.

### المبحث الثالث: واقع وتحديات الصكوك الإسلامية :

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، وقد شهدت انتشارا وازدهارا واسعا، حيث أصبحت هذه الأخيرة الشريحة الأسرع نموا في سوق التمويل الإسلامي، فالصكوك الإسلامية هي البديل الشرعي الذي يحول دون اللجوء إلى أدوات التمويل التقليدية، إلى أنها لا تخلى من جملة من العراقيل التي تعرقل إصدارها، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

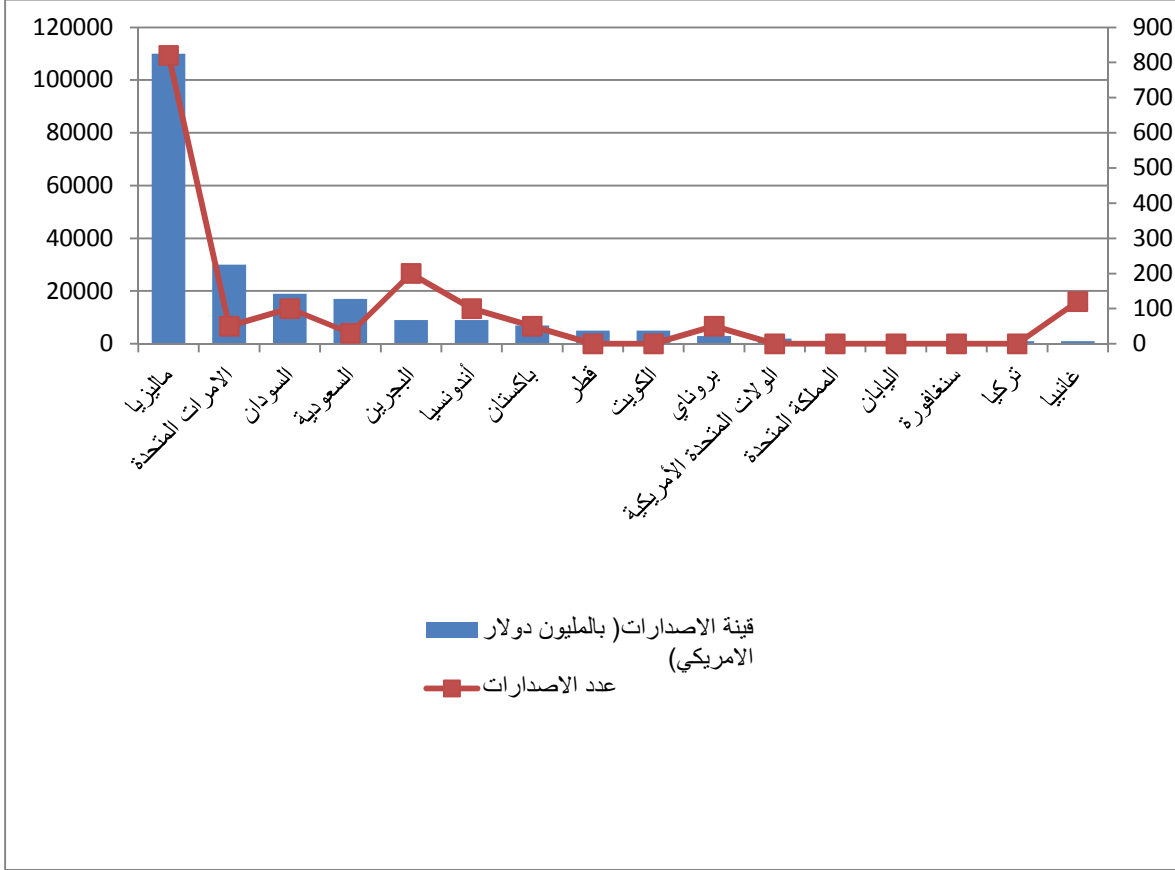
#### المطلب الأول: واقع الصكوك الإسلامية :

تعتبر الصكوك الإسلامية من بين أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة حيث شهدت تلك الصكوك في الآونة الأخيرة تطورا ملحوظا في معاملات التصكيك الإسلامي، تمخض عنها تطورا متسارعا في حجم إصدارات الصكوك سواء محليا أو عالميا.

#### أولا: سوق الصكوك الإسلامية حسب الدول:

لاشك أن صناعة الصكوك الإسلامية هي الآن صناعة عالمية، من حيث كل من الإصدارات والأماكن التي يتواجد فيها مستثمرو الصكوك، حيث شهدت السنوات الأخيرة توسعا جغرافيا في إصدار الصكوك الإسلامية، في حين لا تزال هذه الصناعة تتركز وتنمو بسرعة مع المؤسسات المشاركة من قبل شركات خاصة ومؤسسات الدولة والحكومات ذات السيادة والمؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات الدولية أيضا من غير الإسلامية، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال النتائج المحققة، حيث وصل عدد الدول المصدرة للصكوك إلى 16 دولة.

الشكل (1-1): يوضح الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد.



المصدر: من إعداد الباحثة لاعتماد على مجموعة من المراجع.

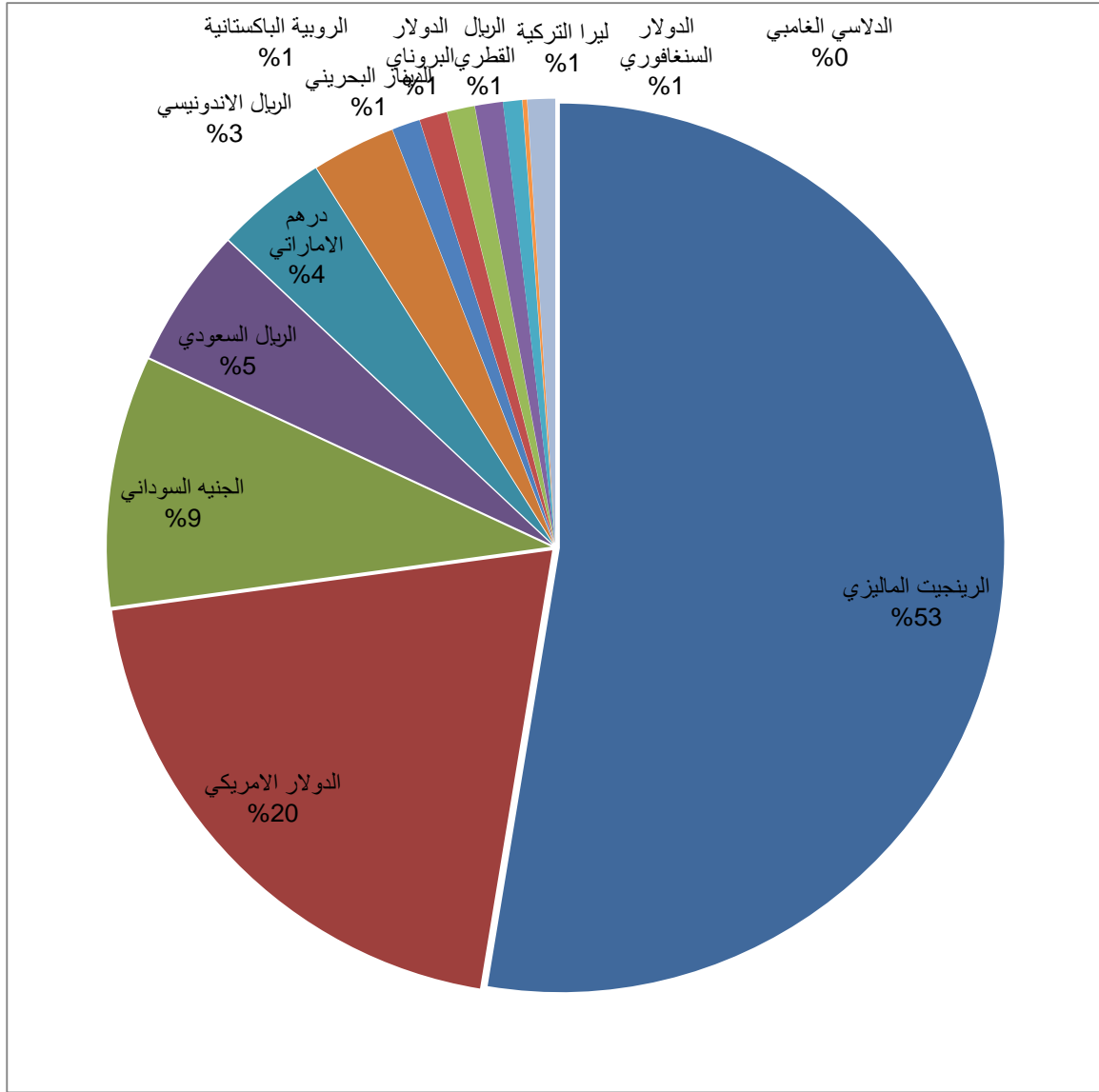
يتضح من الشكل (1-1): المبين أعلاه أن ماليزيا تتقدم وتتصدر دول العالم في إصدارات الصكوك الإسلامية، حيث سيطرت على عدد كبير من الإصدارات المتنوعة بلغت قيمتها حوالي 110 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 56% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك في، كما أن إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي ما نسبته 15% من إجمالي الصكوك الصادرة عالميا (بحسب العملة)، بقيمة إجمالية تقدر ب حوالي 57 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 29% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة، حيث احتلت الإمارات العربية المتحدة الصدارة من بين دول مجلس التعاون الخليجي من حيث قيمة الصكوك المصدرة والمرتبة الثانية عاميا بعد ماليزيا، حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية إلى ما يزيد عن 30% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية، وجاءت جمهورية السودان في المرتبة الثالثة عالميا، من حيث قيمة

الصكوك المصدرة التي تزيد قيمتها عن 18 مليار دولار أمريكي، والتي تمثل ما نسبته 9 % من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك تليها المملكة العربية السعودية في المرتبة الرابعة، حيث بلغت قيمة إصداراتها حوالي 15 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 8 % من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك. هذا من حيث حصص الدول من قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً، أما من حيث نصيب كل دولة من عدد إصدارات الصكوك الإسلامية، نلاحظ إن ماليزيا لا تزال تتصدر دول العالم في عدد الإصدارات بنسبة 59 %، والتي تمثل 829 إصدار من 1410 إصدار إجمالي عدد إصدارات الصكوك الإسلامية حول العالم، تليها البحرين في المرتبة الثانية بنسبة 11 % والتي تعكس ما عدده 149 إصدار ثم غامبيا في المرتبة الثالثة بنسبة 8 % من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً (من حيث العدد)، وحلت اندونيسيا والسودان في المرتبة الرابعة بنسبة 5 % من إجمالي عدد إصدارات الصكوك حول العالم .

ثانياً: إصدارات الصكوك بحسب العملة .

تشير الدراسات والأبحاث المختصة في صناعة التمويل الإسلامي أن الاتجاه في عملة إصدار الصكوك بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، من تميل صوب عملات معينة، في حين أن سوق الصكوك الإسلامية عالمي بطبيعته، إلا أن نشاط الدول تأثر بعملات الإصدار ، وحسب الشكل (1-2) الموضح أدناه بيان لإصدارات الصكوك حسب العملة، ونحاول استخلاص ما يلي:

الشكل (1-2): نسبة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا بحسب العملة .



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

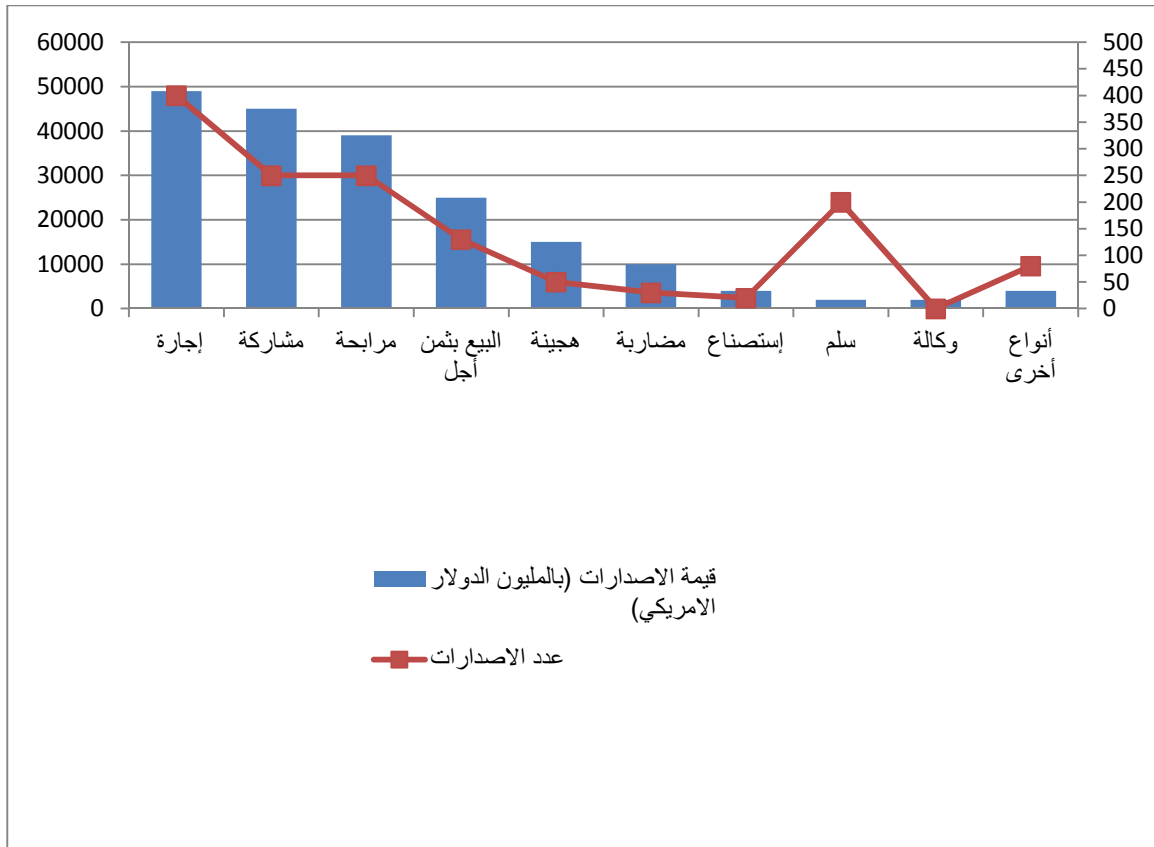
يتضح من خلال الشكل أعلاه، أن الريجنيت الماليزي قد سيطر على أغلبية الصكوك المصدرة، بقيمة تزيد عن 102 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 53% تقريبا من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب العملة، يليه مباشرة الدولار الأمريكي بنسبة 20% من قيمة إصدارات الصكوك بحسب العملة، ويرجع ذلك خاصة للحجم الكبير من الصكوك المصدرة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي بالدولار الأمريكي، في حين شكل الجنيه السوداني والريال السعودي ثم الدرهم الإماراتي ثم الريال الاندونيسي حوالي 4،5،9، و3 على التوالي من قيمة الإصدارات.



ثالثا: إصدارات الصكوك حسب النوع (هيكل الإصدار):

في ما يتعلق بإصدار الصكوك حسب أنواعها فهي عموما لا تخرج عن واحدة من العقود الأساسي، وهي الإجارة، والمشاركة، المضاربة، والمراجحة، والاستصناع، والسلم.. ويمكن توضيح ذلك في الشكل رقم (1-3): المين أدناه:

الشكل رقم (1-3): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب هيكل (نوع) الإصدار .



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

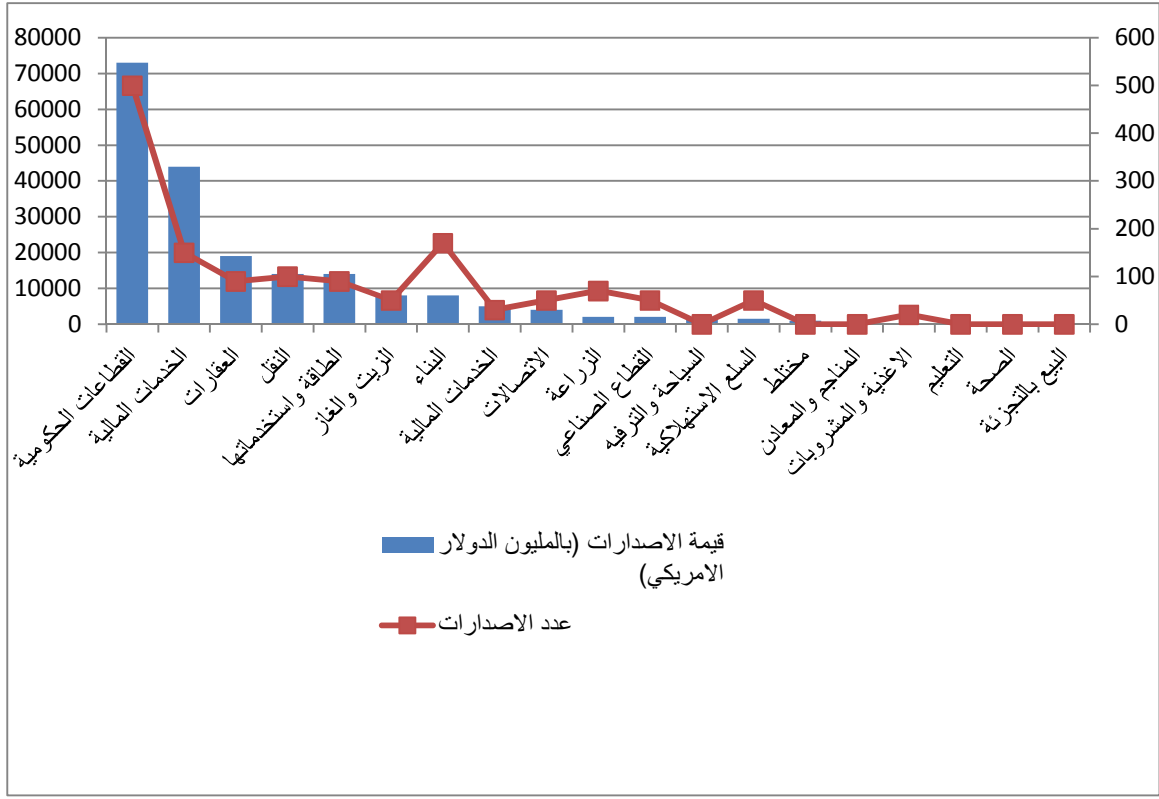
تسيطر هيكل الإجارة على إصدارات سوق الصكوك الإسلامية باعتبارها الأسلوب المفضل لدى الجهات المصدرة وبفضل إقبال المستثمرين عليها نظرا لعائدها المضمون والمستقر نسبيا لحملة الصكوك مقارنة بالصكوك الأخرى من جهة أخرى، ولسهولة هيكلتها وموافقتها للشريعة الإسلامية من جهة أخرى، حيث بلغت حصة إصدارات صكوك الإجارة، ما نسبته 25% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك أي ما قيمته 50 مليار دولار أمريكي حيث تجاوزت إصدارات صكوك الإجارة 400 إصدارا، في حين تحتل صكوك المشاركة الصيغة الثانية عالميا لهيكل إصدارات الصكوك في تلك

الفترة، بنسبة 24% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك والتي بلغت قيمتها حوالي 47 مليار دولار أمريكي لحوالي 250 إصدار، وجاءت في المرتبة الثالثة الصكوك الصادرة على أساس المراجعة بنسبة 20% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك بحسب النوع لهيكل الإصدار، بقيمة إجمالية وصلت 38 مليار دولار أمريكي، وتليها في المرتبة الرابعة صكوك البيع بثمن أجل بنسبة وصلت إلى حوالي 13% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك والتي تعكس ما يقارب 26 مليار دولار أمريكي.

أما عن باقي النسب المئوية من حيث القيمة (حوالي 18%) توزعت على باقي أنواع الصكوك الإسلامية الصادرة على أساس صيغ التمويل الإسلامية الأخرى (المضاربة، السلم، والاستصناع، الوكالة، والمهجنة، وبيع العينة، والديون)، حيث كانت الصكوك المهجنة (المبنية على أكثر من صيغة) وصكوك المضاربة الأعلى من حيث القيمة في تلك المجموعة وصلت إلى حوالي 8% و 6% على التوالي، أما صكوك السلم والاستصناع والوكالة، وصكوك بيع العينة والديون فكانت متقاربة وضئيلة مقارنة بالحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك، أما من حيث العدد تأتي كما ذكر سابقاً صكوك الإجارة ثم المراجعة وبعدها صكوك المشاركة تليها صكوك السلم ثم صكوك البيع بثمن أجل بالنسب التالية 30، 19، 18، 10 من العدد الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك.

رابعاً: إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات وجهات الإصدار ومستوى سوق الإصدارات: يوضح الشكل رقم: (1-4): أدناه، أن القطاع الحكومي الأضخم من حيث حجم وعدد الإصدارات مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة فيه حوالي 73 مليار دولار أمريكي بنسبة بلغت حوالي 37% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب القطاع، ويليه الخدمات المالية بقيمة حوالي 45 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 23% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك خلال تلك الفترة فقد احتلت قطاع العقارات المرتبة الثالثة عالمياً بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 18 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 9% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة حسب القطاع.

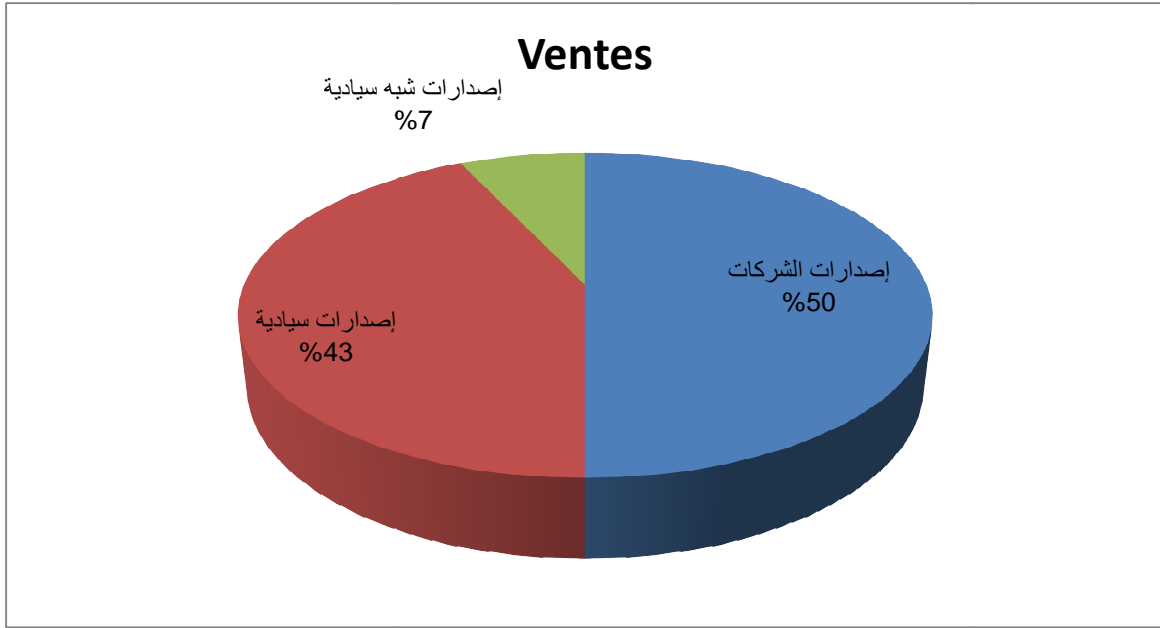
الشكل رقم (1-4): إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب القطاعات.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

وفيما يخص جهات الإصدار فالشكل رقم: (1-5) أدناه يوضح أن، تصنيف إصدارات الصكوك عالميا على حسب الجهة المصدرة إلى إصدارات سيادية تصدرها الحكومات، وإصدارات شبه سيادية تصدرها الجهات المرتبطة بالحكومة، وإصدارات الشركات والمؤسسات، حيث ازدادت القناعة بأهمية الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية تتميز بكونها مدعومة بأصول حقيقية وذات مخاطر منخفضة، ومن ثم فهي أداة جذب للمستثمرين ومصدر مهم لضخ الأموال في المشروعات والتوسعات الكبيرة، حيث بلغت إصدارات صكوك الشركات، ما نسبته 50% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك أي ما قيمتها 100 مليار دولار أمريكي، بينما بلغت الجهات السيادية المرتبة الثانية عالميا وبلغت قيمة الصكوك المصدرة فيها حوالي 84 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 43% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار، تليها في المرتبة الأخيرة إصدارات المؤسسات ذات الصلة بالجهات الحكومية والتي يطلق عليها باسم (الجهات شبه السيادية) بقيمة إجمالية بلغت حوالي 14 مليار دولار أمريكي.

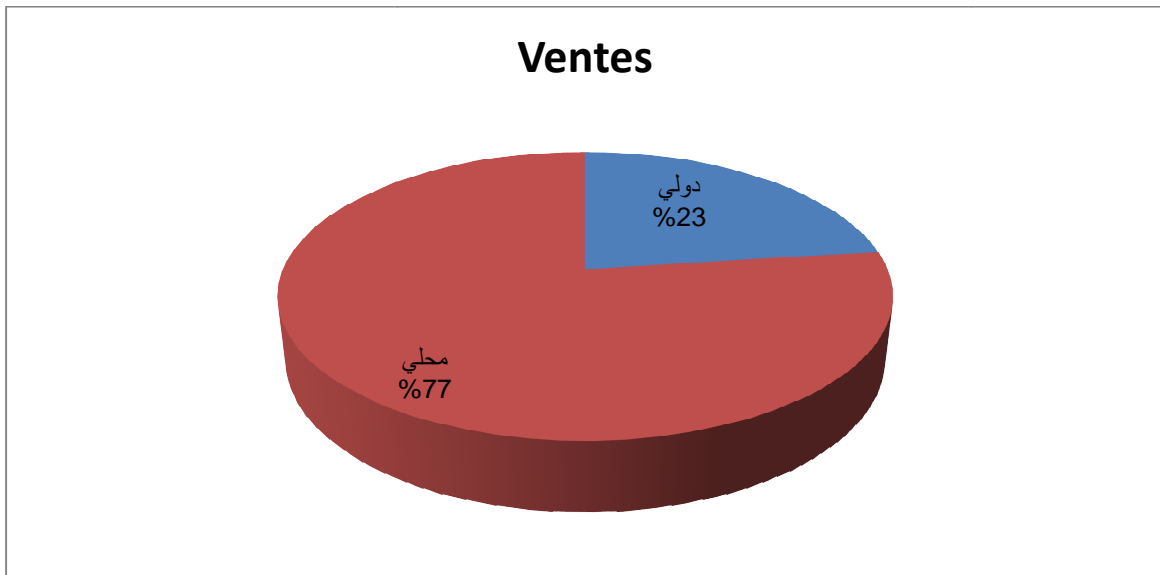
الشكل رقم (1-5): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب وجهات الإصدار.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

أما عن مستوى الإصدارات في سوق صناعة الصكوك الإسلامية، وحسب ما هو موضح في الشكل رقم (1-6):

الشكل رقم (1-6): مستوى الإصدارات في سوق صناعة الصكوك الإسلامية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

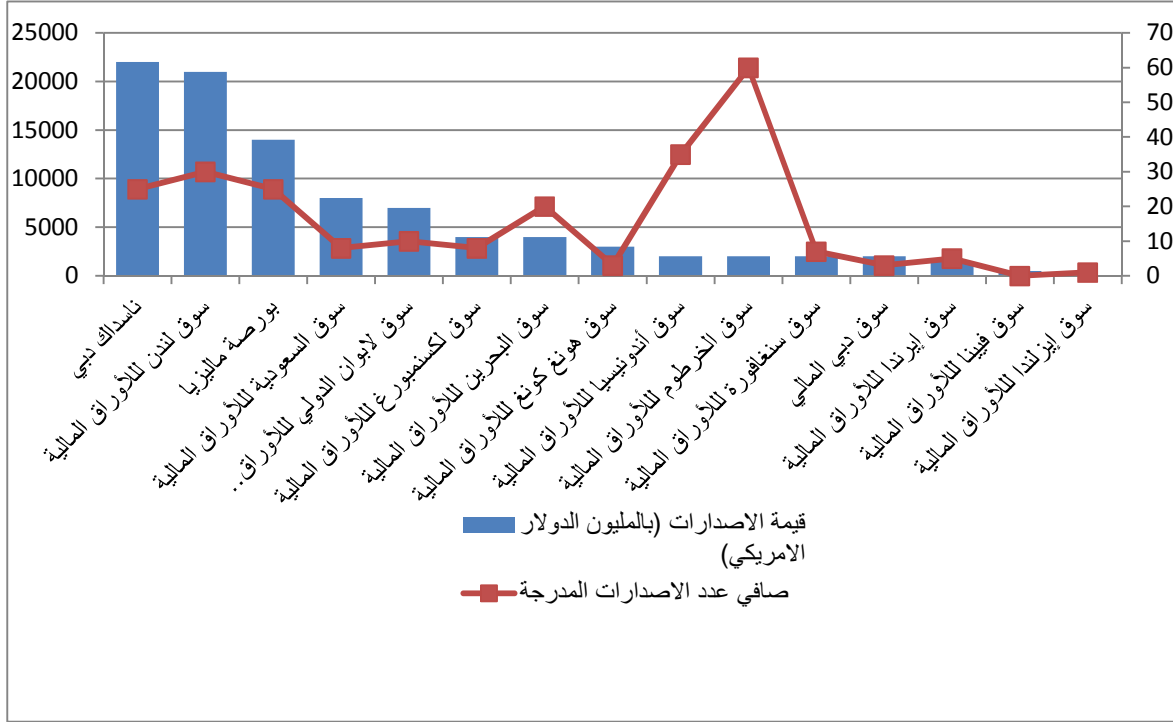
يتضح أن الصكوك المحلية قد بلغت حوالي 153 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 77% من إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً، حسب مستوى السوق في هذه الفترة والبالغ عددها حوالي 1290 إصدار، وهو ما يمثل 91% من إجمالي عدد إصدارات الصكوك حسب مستوى السوق، أما عن حجم الإصدارات الدولية فكان ضئيلاً مقارنة بالإصدارات المحلية، حيث بلغ حوالي 23% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب مستوى السوق خلال ذلك الفترة حوالي 125 إصدار بلغت نسبته ما يقارب 9% من العدد الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك بحسب مستوى السوق، وقد ساهم في تعميق الفارق بين الإصدارات المحلية والإصدارات العالمية، هو أن إصدارات الصكوك الإسلامية أصبحت أدوات تمويل محلية بشكل أساسي وتراجعت الإصدارات الدولية، على اثر أزمة الائتمان والسيولة التي ضربت العالم نتيجة تركيز مصدر الصكوك على أسواقهم المحلية، وابتعادهم عن الأسواق العالمية، حيث تتوافر السيولة وتقوى الشهية على الأدوات المتوافقة مع الشريعة.

#### خامساً: إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (1-7) الموضح أدناه، ما يلي: تقدر إصدارات الصكوك المدرجة بأسواق الأوراق المالية حوالي 235 إصدار، أي ما يمثل ما نسبته حوالي 166% من إجمالي إصدارات الصكوك، ولدى سوق الخرطوم للأوراق المالية أكبر عدد (62) إصدار من الصكوك المدرجة، في حين أن ناساك دبي لديها أكبر قيمة للصكوك المدرجة (21 مليار دولار أمريكي) ويعد هذا النجاح (نجاح ساناك) كإحدى أكبر البورصات في العالم من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها.

واحتلت سوق لندن للأوراق المالية المرتبة الثانية من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيه (20.7 مليار دولار أمريكي) ومن حيث عدد إصدارات الصكوك المدرجة فيها فقد بلغت حوالي 30 إصداراً، أما صاحبة المرتبة الثالثة في مجال إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية ماليزيا، حيث تصل قيمة صكوكها المدرجة في بورصة ماليزيا حوالي 14 مليار دولار أمريكي والتي تمثل 25 إصدار، وهو ما يدل على أن عدد الصكوك المدرجة في السوق المالي ضئيلة جداً مقارنة مع حجم إصداراتها والبالغ عددها خلال الفترة حوالي 829 إصدار. بناء على ما ورد حول وضع سوق الصكوك الإسلامية، يبدو أن سوق الصكوك الإسلامية في طوره لتحقيق انتعاش كبير في السنوات المقبلة.

الشكل رقم (1-7): صافي إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المدرجة بأسواق الأوراق المالية عالمياً.



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع

تقدر إصدارات الصكوك المدرجة بأسواق الأوراق المالية حوالي 235 إصدار، أي ما يمثل ما نسبته حوالي 166% من إجمالي إصدارات الصكوك، ولدى سوق الخرطوم للأوراق المالية أكبر عدد (62) إصدار من الصكوك المدرجة، في حين أن ناسك دبي لديها أكبر قيمة للصكوك المدرجة (21 مليار دولار أمريكي) ويعد هذا النجاح (نجاح سانك) كإحدى أكبر البورصات في العالم من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها.

واحتلت سوق لندن للأوراق المالية المرتبة الثانية من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيه (20.7 مليار دولار أمريكي) ومن حيث عدد إصدارات الصكوك المدرجة فيها فقد بلغت حوالي 30 إصداراً، أما صاحبة المرتبة الثالثة في مجال إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية ماليزيا، حيث تصل قيمة صكوكها المدرجة في بورصة ماليزيا حوالي 14 مليار دولار أمريكي والتي تمثل 25 إصدار، وهو ما يدل على أن عدد الصكوك المدرجة في السوق المالي ضئيلة جداً مقارنة مع حجم إصداراتها والبالغ عددها خلال الفترة حوالي 829 إصدار. بناء على ما ورد حول وضع سوق

الصكوك الإسلامية، يبدو أن سوق الصكوك الإسلامية في طوره لتحقيق انتعاش كبير في السنوات المقبلة.

### المطلب الثاني: معوقات إصدار بعض الصكوك الإسلامية:

تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة معينة من المعوقات التي تعرقل إصدارها ويمكن إيجازها في ما يلي:<sup>1</sup>  
**أولاً: محاكاة السندات التقليدية:** بمعنى أن الصكوك مازالت تحاكي السندات التقليدية، فمثلاً الجمهور المستهدف للاكتتاب من الصكوك في الغالب هو جمهور السندات التقليدية، وعائدها هو أشبه بعائد السندات من حيث ارتباطه بسعر الليبور، أو من حيث ضمان مدير الإصدار في حالة نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع أو إعطائه حوافز مبروطة بسعر الفائدة، وليس مربوطاً بنتائج نشاط المشروع، مما يؤدي إلى أن تكون الصكوك محددة السيولة، وقد اقترح د. سامي لسويلم يكون الجمهور المستهدف هو جمهور الأسهم بدلاً من جمهور السندات مما يقلل من مخاطرها، ومن ثم يكون بإمكان المدخرين الاستفادة من العائد المرتفع من الصكوك.

**ثانياً: غياب الإطار التشريعي والتنظيمي للصكوك:** هناك مجموعة من العوائق قد تحد من نمو الصكوك، مثل نقص الشفافية في بعض الإصدارات، لذا لا بد من الحصول على تصنيف ائتماني من شركات التصنيف الائتمانية، بهدف التقليل من مخاطرها، كما أن عدم توافر البيئة القانونية لها يؤثر عليها، إضافة إلى عدم وجود سوق مالي منظم لها، مما يجعل تداولها محصوراً بين مجموعة معينة من الأفراد.

**ثالثاً: الاختلافات الشرعية:** تواجه الصكوك الإسلامية مثلها كباقي المنتجات المالية الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث صرح بأن معظم الصكوك المصدرة مخالفة لإحكام الشريعة، لذلك فإن مثل هذه التصريحات قد تؤثر على فقدان الثقة بها، وتراجع الإقبال عليها. لذا يجب الالتزام بأحكام الشريعة.

**رابعاً: نقص الموارد البشرية المؤهلة:** يتطلب إصدار الصكوك الإسلامية توفر معرفة عميقة بالعلوم ذات الصلة بنشاط الصكوك في مجالات القانون والمحاسبة والمالية والفقهاء، وتفتقر معظم الدول العربية الإسلامية الحاضرة لهذه الصناعة في الوقت الحالي إلى وجود عدد كافٍ من الأشخاص في تلك المجالات معاً، ومما لا شك فيه أن ضعف قدرات العاملين سيولد تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تلك الصكوك.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 81، ص: 82.

### المطلب الثالث: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية.

يعرقل سوق الصكوك الإسلامية جملة من التحديات يمكن ذكرها على النحو التالي:<sup>1</sup>

أولاً: التحديات التي تواجه إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية:

- 1- ضالة عرض الأدوات الاستثمارية الحالية في الدول الإسلامية، لان النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية؛
- 2- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، وهذا النمط من الشركات التي يتوقف عليها الاحتفاظ في الأسهم هذه الشركة أو تلك في يد أفراد والعائلة أو عدد محدد من الناس؛
- 3- ومن المشاكل أيضاً تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وقد تصل إلى أكثر من 50% ولا تسمح هذه الأنظمة بطرحها للاكتتاب العام؛
- 4- وقد تكون من أهم المشكلات انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الإسلامية، وهذا يؤثر في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار؛
- 5- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية يعتبر شكلاً من أشكال الإعاقة أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

ثانياً: التحديات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية:

- 1- عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دولياً في مجالي الجودة وتطوير المنتجات؛
- 2- ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية، والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية؛
- 3- انعدام الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر على المنافسة، وتقليل تكلفة الخدمات، فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية تقع ما دون معلمي الحد الأدنى الحرج، أي أقل من 500 مليون دولار من الأصول؛
- 4- محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعاً، وعدم تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة، وعدم معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر؛
- 5- ضعف الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والأسواق العالم؛

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2009م، ص: 233، 235.



### خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل مفاهيم للصكوك الإسلامية والتي تعتبر من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية والتي تتميز عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة، و أنواعها المتعددة وأهميتها الاقتصادية، وواقع وأهم التحديات المعاصرة التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية. حيث تتعرض الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية التقليدية إلى مجموعة من المخاطر التي قد تتعرض لها خلال التعامل بها.

ومن هنا أصبح علينا التطرق في الفصل الموالي إلى المخاطر التي تتعرض لها ولأهم الآليات والطرق لإدارة مخاطرها.

الفصل الثاني

إزالة مخاطر المكوك الإسلامية

تمهيد:

على الرغم من مميزات الصكوك الإسلامية وفرصها الواعدة في مجال التمويل والاستثمار، إلا أنها تتعرض لمخاطر مختلفة كغيرها من الأوراق المالية التقليدية ، فالمخاطر حوادث غير مرغوبة، فهي بذلك من باب الضرر الذي يجب تجنبه حسب القاعدة الشرعية، 'الضرر يزال'، وذلك من خلال ما يسمى بإدارة المخاطر التي تركز على مجموعة من الأساليب العلمية التي يجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ القرار لمواجهة أي خطر وذلك من أجل منع أو تقليل الخسائر المالية المحتملة، فإدارة المخاطر تعتبر أحد أهم عوامل نجاح المصارف وتحقيقاً للأهداف وهي زيادة أو تعظيم ثروة الملاك، وللتعرف أكثر على إدارة المخاطر نتطرق إليها في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية العوائد والمخاطر.

المبحث الثاني: أساسيات حول مخاطر الصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

### المبحث الأول: ماهية العوائد والمخاطر:

بالرغم من التقدم الهائل في الإمكانيات والتنبؤ العلمي الدقيق الذي يساعد على سلامة اتخاذ القرارات، إلا أن هذا لن يزيل القلق ولن ينفي من عدم وجود مخاطر والتي تمثل عنصرا مهما في قرارات الاستثمار حيث تعرقل هذه الأخيرة السير الحسن لأنشطة المؤسسة، ويقابل المخاطر فرصة جيدة لتحقيق عوائد مناسبة تكون حافزا أساسيا على قبول هذه المخاطر.

**المطلب الأول: مفهوم العوائد والمخاطر:** تختلف مفاهيم العوائد والمخاطر وهي عديدة، وستناولها من خلال ما يلي:

**أولا: تعريف العوائد:** من الصعب على أي مستثمر تحديد عوائد أي استثمار حيث أن هناك دائما حالة عدم التأكد بشأن المستقبل، باعتباره الهدف الرئيسي لأي مشروع استثماري وهناك عدة تعارف له منها:

**1- ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأموال في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة.<sup>1</sup>**

**2- هو المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس مال المستثمر، معبرا عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة كما يعرف العائد بأنه التدفقات النقدية المحتملة للمستثمر لقاء التوظيف في رأس المال المشروع الاستثماري خلال مدة محددة، أو يعرف بأنه الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية.<sup>2</sup>**

**ثانيا: تعريف المخاطرة:** هناك عدة تعاريف لعنصر المخاطر يمكن حصرها في ما يلي:

**1- تعرف المخاطر بأنها فرصة تكبد أو أذى أو تلف أو خسارة،<sup>3</sup> أو ضرر متوقع الحدوث مبني على الاحتمالات التي تتفاوت فيما بينها، بين احتمالات متعلقة بالأشخاص مثل: وفاة أو مرض أو عجز أو احتمالات متعلقة بالملتملكات مثل: حريق، سرقة، تزوير إلى غير ذلك من الأخطار.<sup>4</sup>**

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، 2005م، ص:48.

<sup>2</sup> عدنان تايه ألنجمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، **Advanced Financial management**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، 2009م، ص:90.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية(القاهرة)، 2006م، ص:4.

<sup>4</sup> محمد رفيق المصري، التأمين وإدارة الخطر تطبيقات على التأمين العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، (الأردن) 2009م، ص:11.

2- كما يعرف الخطر على أنه حادث احتمالي (غير مؤكد الوقوع) ينطوي على نتائج غير مرغوب بها وغير محدودة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أنواع العوائد وأدوات قياسها.

يمكن التمييز بين العوائد التالية من بين العوائد:

**أولاً: العائد الفعلي:** هو العوائد الذي يحققها المستثمر فعلاً من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منها. وفيما يلي طرق قياس العوائد الفعلية. ومن بينها: نسب ربحية المشروع ونسب ربحية الصك.<sup>2</sup>

1- **نسب ربحية المشروع:** وتقيس قدرة الشركة أو المشروع المراد تمويله بحصيلة الصكوك على تحقيق الأرباح الكافية لبناء احتياطات وتوزيع أرباح. ومن هذه النسب نذكر ما يلي:<sup>3</sup>

أ - **العائد على حقوق الملكية:** يمكن استخراج العائد على حقوق الملكية (ROEs)، من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{الحقوق الملكية}}$$

يقيس هذا العائد مدى قدرة حقوق الملكية من رأس مال أو أرباح محتجزة واحتياطات على توليد الأرباح بعد احتساب الضرائب عليها، وعلى الإدارة دائماً إجراء مقارنة معيارية بين معدل العائد على حقوق الملكية للمصرف ومعدل العائد على حقوق الملكية للمصارف الأخرى. كما يمكن إجراء هذه المقارنة بين معدل العائد على حقوق الملكية للعام الحالي مع معدل العائد على حقوق الملكية للأعوام السابقة.

<sup>1</sup> هاشم فوزي العبادي وآخرون، إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، (الأردن)، 2011م، ص: 17.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والتحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2007م، ص: 294.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، (دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010م)، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح بورقلة (الجزائر)، 2012م، ص: 122.

إن لهذا العائد أهمية كبيرة. وللدلالة على أهميته يمكننا القول أن المستقبل الوظيفي لأي مدير يعتمد أساساً على مدى تحقيق المدير العائد على حقوق الملكية، وبشكل عام، كلما ارتفع معدل العائد على حقوق حملة الصكوك، دل ذلك على قوة أداء المشروع.<sup>1</sup>

**ب- العائد على الموجودات (ROAs):** يمكن هذا الأخير أن يقدم لحملة الصكوك فكرة حول أداء إدارة واستثمار الشركة لأصولها أو موجوداتها المصككة، والمدير للعائد والذي يمثل الصك فيها حق ملكية شائعة لحامله، ويمكن إيجاد العائد على موجودات الصكوك باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على موجودات الصكوك} = \frac{\text{الصافي الربح المشروع}}{\text{مجموع الموجودات المصككة}}$$

ونرى أن هذا المعدل (ROAs) مهم جداً عند الاستثمار في الصكوك الإسلامية خاصة القائمة على المشاركات، فهو يعكس مدى كفاءة إدارة واستثمار الشركة لأصولها المصككة التي تستند عليها الصكوك عند إصدارها، وتعتبر مقياساً تحليلياً لفعالية استخدام الموجودات محل التصكيك في تحقيق الأرباح وبشكل عام، كلما ارتفع معدل العائد على الموجودات محل التصكيك، دل ذلك على كفاءة إدارة واستثمار الشركة أو أصولها محل التصكيك.

**ت- نسبة الربح للمبيعات:** وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة أو المشروع الممول عن طريق الصكوك على تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال التحكم في التكاليف مثلاً (تكاليف الإنتاج في حالة صكوك الاستصناع، أو تكاليف تسليم المبيعات في حالة صكوك المراجعة والسلم)، ويمكن إيجاد هذه النسبة من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة الربح للمبيعات} = \frac{\text{مجمول ربح المشروع}}{\text{صافي المبيعات}}$$

ونرى أن هذه النسبة مهمة وتصلح خاصة لصكوك التمويل القائمة على العقود التجارية.

<sup>1</sup> زياد رمضان، محفوظ جودة، إدارة مخاطر الائتمان، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008م، ص: 47.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 123.

2- نسبة ربحية الصك (عائد الصك): ويقاس بأحد المقاييس التالية:

أ- معدل العائد على السهم (ربحية السهم): (EPS) يمثل هذا المعدل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل صك أصدرته الشركة، حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الصكوك عندما يفكرون بشراء الصكوك، ويحسب بقسمة صافي الأرباح على عدد الصكوك الصادرة عن الشركة، وتقيس هذه النسبة ما يستحق لحملة الصكوك من الأرباح لكن هذا لا يعني ما سيقبضه حامل الصك، لأنه عادة ما يتم تدوير جزء من الأرباح بحيث يتم توزيع جزء منها، ومراكمة جزء آخر ضمن احتياطات الشركة لجبر الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع. ويمكن استخراج نصيب الصك من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) باستخدام المعادلة التالية:

$$\frac{\text{الصافي الأرباح المشروع}}{\text{العدد الصكوك المكتتب بها}} = \text{المعدل العائد الصك}$$

ب- نصيب الصك من الأرباح الموزعة: (DPS) يطلق عليها أيضا توزيعات الصك (دينار أو دولار/صك) توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل الصك من توزيعات أرباح دورية، قد تكون سنوية، ونصف سنوية، وربع سنوية، وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما يحققه المشروع من أرباح خلال الدورة ويمكن استخراجه كما يلي: <sup>1</sup>

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة على جملة الصكوك}}{\text{عدد الصكوك المكتتب بها}} = \text{توزيعات الصك}$$

ويمكن استخدام المعادلة التالية حيث يتم الحصول على نفس النتيجة:

توزيعات الصك = القيمة الاسمية للصك × نسبة التوزيع المعلن عنها.

ت- مضاعف ربحية الصك (P/E): تشير هذه النسبة إلى المبلغ الذي سيدفعه حامل الصك للحصول على وحدة نقدية واحدة من الأرباح وتعكس هذه النسبة المدة الزمنية اللازمة لتغطية المبلغ الذي دفعه حامل الصك لشراء الصك، على افتراض تحقيق المشروع لنفس مستوى العوائد في كل دورة، ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة القيمة السوقية للصك على صافي الأرباح وتعتبر هذه النسبة مهمة جدا عند

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 124.

تداول الصكوك خاصة للمستثمر الذي يرغب الاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية ومفاضلة بين الأدوات الاستثمارية الأخرى في السوق المالي، حيث أن هذه النسبة تعكس القيمة السوقية العادلة للصك، وتقييم جاذبية مشروع الممول عن طريق الصكوك.

$$\frac{\text{سعر الأقفال}}{\text{معدل عائد الصك}} \text{ مضاعف ربحية الصك}$$

ث- العائد (الربح) الجاري للصك: (DYR) ويعتبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم الصك، إذ يقيس قدرة الوحدة النقدية الواحدة التي سيدفعها المستثمر ثمنا للصك في حالة شرائه عند تداول الصكوك، على توليد الربح، ويمكن استخراجها بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة على جملة الصكوك}}{\text{القيمة السوقية للصك}} = \text{العائد (الربح) الجاري للصك}$$

ج- العائد لفترة الاقتناء: (HPY) إن القيمة السوقية للصكوك أو لآي ورقة مالية تحدها ميكانيكية العرض والطلب، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي، بين الارتفاع والانخفاض في أسعارها ولكن توقعات المستثمرين تدفعهم أحيانا لاقتناء الصكوك انتظارا لارتفاع أسعارها، فإذا اشترى مستثمر صك بسعر معين واحتفظ به لفترة ثم باعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا الصك يساوي حيث (يمثل متوسط العائد عن ملكية الصك لمدة معينة)

معدل العائد لفترة الاقتناء = (سعر البيع - سعر الشراء) ÷ نصيب الصك من الأرباح الموزعة ÷ سعر الشراء.

ونظرا لاختلاف المدة الزمنية (سنوية، نصف سنوية، فصلية، أيام) فإن حساب معدل العائد يمكن تعديله بإدخال تأثير المدة الزمني، وتأخذ الصيغة العامة لحساب معدل العائد السنوية للصك أو أي ورقة مالية.<sup>1</sup>

= (سعر البيع - سعر الشراء) ÷ نصيب الصك من الأرباح الموزعة ÷ سعر الشراء × 360 ÷ عدد الأيام

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 125.



ثانيا: العائد المتوقع:  $E(R)$  وهو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع ويتم حسابه بأن يضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع. ويعبر رياضيا بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل × احتمال حدوثه)

ثالثا: العائد المطلوب أو المرغوب فيه: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وبطبيعة الحال يقبل المستثمر بنوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإنه يرفض الاستثمار.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: أنواع المخاطر وأدوات قياسها.

أولا: أنواع المخاطر.

تتنوع المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بمختلف أنواعها أثناء تعاملاتها، إلى جملة من المخاطر التي قد تؤثر على قدرتها من تحقيق أهدافها المختلفة، وقد اختلف الباحثون في تصنيفها وتقسيمها، وإذا كان التقسيم الشائع خاصة في الأوراق المالية هو تصنيفها إلى نوعين من المخاطر، وهي المخاطر النظامية (العامة) وأخرى غير نظامية (خاصة) وأنه يمكن تقسيم هذا الأخير على النحو التالي:

**1- المخاطر المالية:** تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مثل هذه المخاطر مثلها مثل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وأهم ما يمكن توقعه من المخاطر المالية ما يلي:

**أ- المخاطر الائتمانية:** وهي المخاطر المتعلقة باحتمال انخفاض قدرة الطرف المقابل على مقابلة التزاماته جزئيا أو كليا في موعدها المحدد وفق ما اتفق عليه، وبالتالي فإن مخاطر الائتمان لا تتضمن فقط مخاطر فشل الطرف المقابل في سداد التزاماته كلها، بل تتضمن أيضا سداد جزء من الالتزامات بعد انقضاء أجلها<sup>3</sup>، إن

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص: 316.

<sup>2</sup> سالم أسعد مسلم أبو عمرو، العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهام في ظل الحاكمية المؤسسية، دراسة تطبيقية في المصارف المحلية الفلسطينية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية (غزة)، 2014م، ص: 46.

<sup>3</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، (دراسة مقارنة)، رسالة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، 2010م، ص: 39، 40.

المخاطر الائتمانية ذات أهمية بالغة حيث أن عجز عدد صغير من العملاء المهمين عن الدفع يمكن أن يتولد عنه خسائر كبيرة، وهذا يمكن أن يؤدي بدوره إلى الإعسار.<sup>1</sup> ومن أهم أشكال المخاطر الائتمانية التي تواجه المستثمرين ( حملة الصكوك) ما يلي:

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

**- مخاطر العجز عن الوفاء:** يحدث هذا الخطر إلى توقع حملة الصكوك (المستثمرين) إفلاس المدين، وعدم القدرة على الوفاء بتسديد العوائد التي توزع عليهم، ويمكن أن يؤدي إلى الانخفاض الجزئي أو الكلي في القيمة الاسمية للصكوك، وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، ومما يبرر أهمية دور شركات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ القرار الاستثماري في الصكوك المصدرة.<sup>2</sup>

**ب- مخاطر السوق:** وهي مجموعة من المخاطر التي تؤثر على عدد كبير من الموجودات كل منها بدرجة أقل أو أكثر،<sup>3</sup> حيث لا يمكن تجنب أو تخفيض مثل هذه المخاطر، وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار<sup>4</sup>: وتضم أهم المخاطر التالية:

**-مخاطر سوق الأصول الحقيقية ( السلع والخدمات):** هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية التي تعتمد من أساسها على الملكية لا على المديونية كالسندات التقليدية، فالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول استثمارية، وهذه الأصول تباع في الأسواق كأية أصول أخرى، وبالتالي فإنها معرضة لما تتعرض له كافة السلع والخدمات من إمكانية تناقص قيمتها بفعل عوامل

<sup>1</sup> مهند حنا نقولا عيسى، إدارة مخاطر المحافظ المالية، crédit portfoliorisk management، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2010م، ص:79.

<sup>2</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 20، جامعة ورقلة (الجزائر)، العدد 01، ص:13.

<sup>3</sup> حاكم ربيعي وآخرون، المشتقات المالية- عقود المستقبلات- الخيارات- المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2011م، ص:428.

<sup>4</sup> فارس ناصيف البشير، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية (1)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2012م، ص:194.

السوق، وتتفق الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواء كانت تقليدية أو إسلامية في خضوعها لعوامل،<sup>1</sup> حيث تعتمد هذه الأخيرة على عوامل مهمة وهي عوامل داخلية من بينها هيكل التمويل، وعوامل خارجية مثل الظروف الاقتصادية.<sup>2</sup>

- مخاطر سوق المال: يمكن تصنيف هذه المخاطر وفقا لما يلي:

● **مخاطر أسعار الصرف:** تتعرض المصارف الإسلامية لمخاطر أسعار الصرف من خلال بيع أو شراء الموجودات، والإجارة التي تقوم على تأجير هذه الموجودات، وتتعلق هذه المخاطر بأسباب أو ظروف عامة كإنخفاض في غالبية الأسهم في بلد معين أو ارتفاع صرف عملة معينة مقابل معظم العملات الأخرى أو ارتفاع سعر سلعة معينة أو سلع مرتبطة ببعضها نتيجة لظروف عامة، ويمكن أن تتعرض المصارف الإسلامية إلى تقلبات في أسعار الصرف الناجمة عن التغيرات العامة في أسعار العملات الفورية في عمليات الاستيراد والتصدير، ومما ينتج عنها من ذمم مدينة ودائنة بالعملة الأجنبية. كما أن أهم شروط الصرف شرعا القبض الفوري وتحديد سعر الصرف على أساس السعر الحاضر وبالتالي لا يجوز شرعا التعامل بنظام الصرف الآجل لذلك يرى البعض أنه لا توجد مخاطر لسعر الصرف في المصارف الإسلامية، ولكن هذا لا يمنع من وجود مخاطر للصرف الأجنبي يتعلق بالمعاملات والعمليات<sup>3</sup> بالعملات الأجنبية، وهذه من المخاطر التي لا يمكن التخلص منها بالأساليب السائدة لذلك مثل: مقاصة الودائع، أو العمليات الآجلة والمستقبلية، وتثبيت سعر صرف الصفقات مدة الأجل وأساليب موازنة سعر الصرف لا يجوز شرعا.

● **مخاطر سعر الفائدة (السعر المرجعي):** وهي المخاطر الناتجة عن تعرض المصرف للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفائدة في السوق، والتي قد يكون لها الأثر على عائدات المصرف والقيمة الاقتصادية لأصوله، ويظهر هذا الخطر عندما تكون تكلفة الموارد أكبر من الفوائد، إما بخسارة فعلية من خلال انخفاض التوظيف وارتفاع تكلفة القرض أو نقص القيمة بانخفاض سعر الفائدة فهذا الخطر يعبر

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:14.

<sup>2</sup> محمد داوود عثمان، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره **the management and analysis of credit and its related risks**، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان (الأردن)، 2013م، ص:221.

<sup>3</sup> جرودي رندا، يوسف إيمان، إدارة المخاطر السوقية في المصارف الإسلامية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني والعشرون، ديسمبر 2017م، ص:63.

عن الخسارة المرتبطة بالتطور غير الملائم لسعر قيمة أصل أو أوراق مالية ذات فائدة ثابتة،<sup>1</sup> مع العلم أن مخاطر أسعار الفائدة لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن مواجهة هذه الخسائر عن طريق التغطية. وعلى هذا الأساس فإن مخاطر أسعار الفائدة أصبحت من الموضوعات المهمة التي تشغل بال المصرفيين جميعهم مما حدا بلجنة بازل للرقابة المصرفية أن تضع خطوط دلالة على المصارف إتباعها لإدارة مخاطر أسعار الفائدة وهي كالاتي:

- ✓ يجب على مجلس إدارة المصرف الموافقة على الاستراتيجيات والسياسات المرتبطة بإدارة مخاطر سعر الفائدة كما عليه أن يتأكد من قيام الإدارة العليا بالمصرف القيام بالخطوات اللازمة للمراقبة والتحكم في هذه المخاطر وعليه ينبغي أن يتم إعلام مجلس الإدارة بصفة منتظمة بحجم مخاطر سعر الفائدة في المصرف كي يتمكن من تقسيم الرقابة والتحكم فيها؛
- ✓ ينبغي على الإدارة العليا بالمصرف القيام بإدارة هيكل أعمال المصرف ودرجة مخاطر سعر الفائدة المطبقة بطريقة فعالية وانه قد تم وضع سياسات وإجراءات مناسبة للتحكم في هذه المخاطر وأن هناك مصادر متاحة لتقييمها والتحكم فيها؛
- ✓ على المصارف القيام بتحديد الأشخاص واللجان المسؤولة عن إدارة مخاطر أسعار الفائدة وأن تتأكد من أن هناك فصلا مناسباً بين المهام في عملية إدارة المخاطر وذلك لتفادي تعارض المصالح المحتمل، كما يجب أن تتوفر للمصارف وحدات لقياس المخاطر ومراقبتها والتحكم فيها وأن تكون تلك الوحدات محددة المهام ومستقلة بدرجة كافية عن الوحدات المصرفية الأخرى وأن تكون مسؤولة بشكل مباشر أمام الإدارة العليا ومجلس الإدارة عن تقرير التعرض للمخاطر ينبغي أن تكون هناك إجراءات وسياسات مناسبة خاصة لمخاطر سعر الفائدة محددة بوضوح بما يتماشى مع طبيعة ودرجة تشابك أنشطته؛
- ✓ ضرورة توافر أنظمة لقياس مخاطر سعر الفائدة المصارف تراعي كافة المصادر المادية لهذه المخاطر وتستطيع تقييم أثر التغير في سعر الفائدة بشكل دقيق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بنية برينة، تقدير الجدارة الائتمانية باستخدام طرق اللكاء الاقتصادي، (دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري cap)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث ل-م-د في العلوم التجارية مشروع استثمار وتمويل، جامعة ابن خلدون، تيارت، (الجزائر)، 2014، ص: 63.

<sup>2</sup> صادق راشد الشمري، إستراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها في الأداء المالي للمصارف التجارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، (الأردن)، 2013م، ص: 73، 71.

● **مخاطر التضخم:** تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر النظامية، وتنشئ نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون، وذات عائد متغير في حالة صكوك المشاركات، فان تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

وتجدر الإشارة أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية قد تتأثر إيجابا بالتضخم وذلك عند تصفية الصكوك من خلال إنهاء الصفة الاستثمارية لها وتحويلها إلى سيولة نقدية، حيث أن الاطفاء يتم إما حقيقة ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية أو من خلال التقويم أو التخفيض الحكمي وأيلولتها للمصدر بالبيع، ولأن الصكوك تمثل أصولا حقيقية في شكل أعيان وخدمات وترتفع أسعارها بطبيعة الحال مع ارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك عند اطفائها.<sup>1</sup>

**ج-مخاطر السيولة:** وتعني مخاطر السيولة مواجهة صعوبات في تدبير الأموال،<sup>2</sup> أي عدم توفر السيولة الكافية لمتطلبات التشغيل أو للوفاء بالتزامات المصرف وتكون هذه المخاطر أكثر شدة في المصارف الإسلامية نظرا للأسباب الآتية: إن المصارف الإسلامية لا تستطيع الاقتراض بفائدة لتغطية احتياجاتها للسيولة عن الضرورة، ولا تستطيع بيع الديون مبدئيا إلا بقسمتها الاسمية، إضافة إلى عدم قيام المصارف المركزية بدور المقرض الأخير للمصارف الإسلامية كما هو الحال بالنسبة للمصارف، ومن ثم فان معظم الودائع في المصارف الإسلامية هي الودائع في الحسابات الجارية.<sup>3</sup>

**2-مخاطر التشغيل:** وهي تلك المخاطر الناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة كفاية التحهي، ويؤثر ذلك التغير على صافي الدخل وقيمة المشروع، والمخاطر التشغيلية قد تكون ناجمة عن طبيعة القطاع والطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستويات الأسعار والتكاليف،<sup>4</sup> أو بمعنى آخر هي

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سبق ذكره، ص:17،16.

<sup>2</sup> مهند حنا نقولا عيسى، إدارة مخاطر المحافظ المالية **credit portffliorisk management**، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

<sup>3</sup> طهراوي أسماء، بن حبيب عبد الرزاق، إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، العدد 01، ص:66،64.

<sup>4</sup> دريد آل شبيبت، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، (الأردن)، 2009م، ص:164.

تلك المخاطر التي تنشئ نتيجة أخطار بشرية أو فنية أو حوادث وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر المنتظمة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة، أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك أو تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر غير منتظمة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم زات أو الوسائل التقنية، أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرية،<sup>1</sup> أو فساد الدم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا، والحفاظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية، مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشئة لديهم وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثارا مع القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.<sup>2</sup>

**3- المخاطر القانونية:** المخاطر القانونية يصعب قياسها، وتمثل في عدم التوافق أو التطابق مع القوانين والتشريعات الصادرة عن السلطات النقدية مثل: المصارف المركزية وسلطات النقد، وتظهر هذه المخاطر عندما تكون العقود بين الفرقاء يشوبها الغموض أو لا تبين الحقوق والالتزامات بشكل محدد.<sup>3</sup>

**ثانيا: أدوات قياس المخاطر:**

تعتبر المخاطر من المواضيع التي يصعب قياسها بشكل دقيق، حيث أن هناك بعض الأساليب لقياس المخاطر بشكل عام، حيث تم الاستعانة بها لقياس مخاطر الصكوك الإسلامية، باعتبارها أداة تمويل معرضة لنفس المخاطر كغيرها من الأدوات المالية، ويمكن قياس هذا التشتت من خلال ما يلي:

### 1- معامل الانحراف المعياري:

يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس والمؤشرات الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر (المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية)،<sup>4</sup> بمعنى أنها من المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط

<sup>1</sup> صوار يوسف، محاولة تقديم خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية، دراسة حالة البنك الجزائري للتنمية الريفية bad، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد بتلمسان، (الجزائر)، 2008م، ص: 28.

<sup>2</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 20.

<sup>3</sup> محمد داود عثمان، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطر الائتمان **the management and analysais of crédit and its related risks**، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

<sup>4</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

بالاستثمارات عموماً<sup>1</sup>. وعليه يقيس هذان المؤشران درجة تشتت التوزيعات الاحتمالية للعوائد المتوقعة، إذ تشير قيم الانحراف المعياري المرتفع إلى تشتت عالي في الأرباح ومخاطر عالية، فيما تؤثر القيم المنخفضة للانحراف المعياري إلى تشتت منخفض في الأرباح ومخاطرة منخفضة<sup>2</sup>. ويقاس الانحراف المعياري والتباين بالصيغة الرياضية التالية:

$$\delta = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum i^n = 1(Ri^n - \bar{R}i)^2}{n}}$$

حيث أن:

$\delta$ : الانحراف المعياري.

$\sqrt{v}$ : الجذر التربيعي للتباين

$R$ : تمثل العائد خلال فترة معينة.

$\bar{R}$ : متوسط العائد.

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

$\sum i^n$ : تمثل علامة المجموع وهي تغطي الفترة ما بين  $i=1$  إلى غاية  $i=n$ .

$pi$ : احتمالات الحدث.

وتجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولاً لقياس المخاطر إلا في حالة تساوي العائد المتوقع لكافة هذه الأوراق المالية، أما في حالة عدم التساوي بينهما فإن من المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف<sup>3</sup>.

**2- معامل الاختلاف:** ويطلق على معامل الاختلاف (CV) بدرجة المخاطر، وهو مقياس نسبي يربط بين المخاطر والعوائد لكل نشاط مصرفي<sup>4</sup>، وهو يعبر عن درجة المخاطر لكل وحدة من العائد وكلما ارتفعت قيمة المعامل ارتفع مستوى المخاطر، والعكس صحيح<sup>5</sup>. ويقاس بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2008م، ص: 365.

<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، استراتيجيات الإدارة المالية، استراتيجيات الاندماج-استراتيجيات الشركة القابضة قرار الاستثمار الاستراتيجي - الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2012م، ص: 174.

<sup>3</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 29.

<sup>4</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 134.

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

$$\frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{المعدل العائد المتوقع المرجع}} = \text{المعدل الاختلاف}$$

حيث أن: معدل العائد المتوقع المرجح = مجموع (معدل العائد المتوقع × الاحتمال).

وبهذا فإن معامل الاختلاف له (CV) يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل استثمار كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه كل منهم ويوفر أساساً أكثر منطقية للمقارنة بين البدائل المختلفة في الحالات التي يكون فيها العائد المتوقع غير متساو بين هذه البدائل، أي أن معامل الاختلاف يستخدم عادة لتقديم مخاطر الاستثمارات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل مجموعة منها عدداً من الاستثمارات المتنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة.

3- معامل بيتا: يعد قياس معامل بيتا (B) مدخلاً مناسباً لتحديد المخاطر النظامية، ومن بين أهم المقاييس

المستخدمة في حساب المخاطر النظامية وقياس حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلاً) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق.<sup>1</sup>

حيث يمثل المتغير الرئيسي لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والذي يقيس التغير النسبي في عوائد الورقة المالية، فهو مقياس إحصائي يقيس حساسية عوائد الورقة المالية للمتغيرات في عوائد السوق ويبين العلاقة بين المتغيرات في عوائد الموجودات استجابة للمتغيرات في عوائد السوق.<sup>2</sup> ويمكن التوصل إلى قياس (B) من خلال الصيغة:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\delta^2 m}$$

حيث أن:

$\beta_i$ : المعامل بيتا للصك الاستثماري.

$R_m$ : معدل عائد لمؤشر السوق.

$R_i$ : معدل عائد الصك.

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 30.

<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، المرجع السابق الذكر، ص: 387.



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

$Cov(R_i R_m)$ : التباين أو التباين المشترك وهو مقياس لحجم المخاطر النظامية التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة، وهو مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين وذلك من حيث القيمة والاتجاه. والتباين يرتبط ارتباطا مباشرا بالمخاطر النظامية، فكلما زادت قيمة التباين كان ذلك دليلا على أن الحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتغير لها الصك والاستثمار كبيرا، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة التباين والحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتغير لها الصك.

والتباين: هو متوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد الصك عن قيمتها المتوقعة.<sup>1</sup>

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)$$

$Cov(R_i R_m)$  يمثل التباين المشترك بين معدل عائد الصك ( $i$ ) ومعدل عائد السوق عبر مؤشر السوق. ( $m$ ).

$R_i$ : تمثل معدل عائد الصك ( $i$ ) في الزمن  $i$ .

$\bar{R}_i$ : تمثل القيمة المتوقعة لعائد الصك ( $i$ ).

$R_m$ : تمثل معدل عائد السوق ( $m$ ) في الزمن  $i$ .

$\bar{R}_m$ : تمثل القيمة المتوقعة لعائد السوق.

$n$ : عدد المشاهدات.

وهناك معادلة أخرى لقياس التباين وهي:

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)$$

$cov(R_i, R_m)$ : تمثل التباين المشترك بين معدل عائد الصك ( $i$ ) ومعدل السوق ( $m$ ).

$P_{im}$ : تمثل معدل الارتباط بين عائد كل من الصك ( $i$ ) والسوق ( $m$ ).

$\delta i$ : يمثل الانحراف المعياري لعائد الصك.

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:30.

$\delta m$ : يمثل الانحراف المعياري لعائد السوق.

كما أنه يمكن تحديد اتجاه العلاقة بين عائد الصك وعائد السوق باستخدام معامل الارتباط.<sup>1</sup>

**4- معامل الارتباط :** وهو أحد مكونات التباين المشترك وأداة لتحديد نوع فجوة العلاقة بين متغيرين، أي أداة لتعريف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للصك (عائد لصك) الذي يحدث تغير معين في مستوى السوق (عائد السوق) .

$$P_{im} = \frac{\sum(Ri^o - Ri) (Rm - Rm)}{\sqrt{\sum(Ri - Ri)^2} \sqrt{(Rm - Rm)^2}} = \frac{COV(Ri, Rm)}{\delta i. \delta m}$$

ويمكن الحكم على قوة العلاقة بين العائد الصك وعائد المؤشر السوق من حيث درجة قربها أو بعدها عن  $(+1)$ ، حيث أن قيمة معامل الارتباط تقع في مدى  $1 < P < 1$  فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط  $(P)$  من  $1$  أو  $-1$  كان الارتباط بين عائد الصك وعائد مؤشر السوق قوي، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيمة سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد الورقة وعائد الصك .

ويمكن صياغة العلاقة ما بين المتغيرين عائد السوق عبر مؤشر السوق وعائد الصك  $Ri$  باستخدام الانحراف الخطي البسيط لدراسة وتحليل أكثر تغير في عائد السوق على تغير عائد الصك.

**5- الانحراف الخطي البسيط:** يطلق عليه أيضا بخط السمة أو نموذج السوق أو نموذج العامل

الوحيد، ويعتبر هذا الأخير أسلوباً مناسباً لقياس المخاطر النظامية، فهو يسمح بدراسة وتحليل

أثر تغير عائد السوق عبر مؤشر السوق على تغير عائد الصك، ويمكن صياغة هذه العلاقة

بالمعادلة الخطية التالية:

$$Ri = ai + Bi . Rm$$

حيث أن:

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:135.

$R_i$ : يمثل عائد الصك ( $i$ ) وهو المتغير التابع .

$a_i$ : ثابت يعكس معدل العائد للصك (المتغير التابع) في حالة انعدام قيمة تغير عائد السوق (المتغير

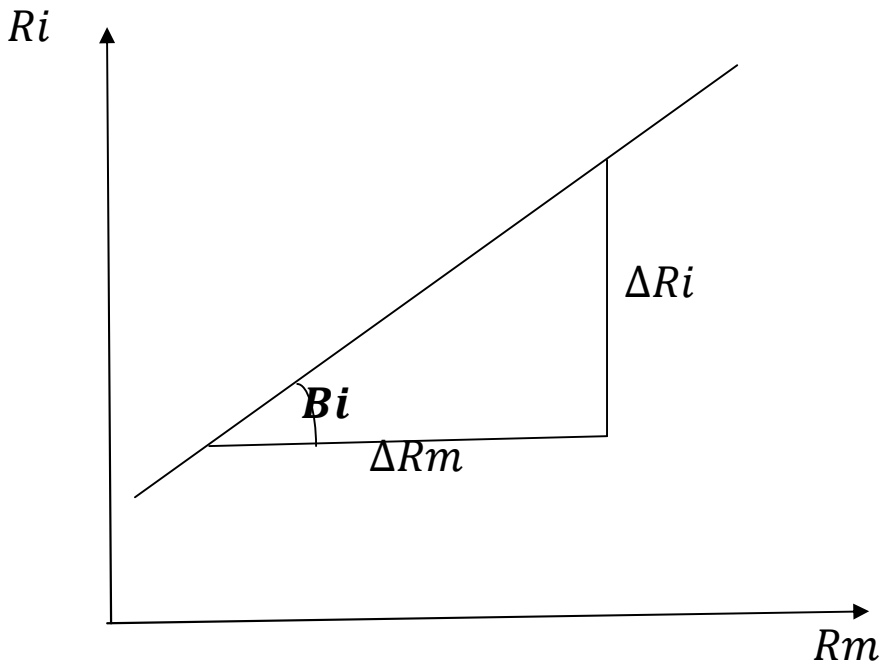
المستقل) أي في حالة  $R_m =$ .

$B_i$ : ويمثل ميل معادلة الخط المستقيم  $a_i + B_i \cdot R_m$  ويعكس التغير الحاصل في معدل عائد

الصك  $R_i$  نتيجة التغير في عائد السوق التابع امؤشر السوق  $R_m$  بوحدة واحدة، ويمثل الشكل التالي

هذه العلاقة<sup>1</sup>:

شكل رقم (1.2): تغير معدل عائد الصك بتغير عائد السوق



المصدر: ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها ، مرجع سبق ذكره، ص:136.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر ، ص:136.

### المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية.

تتعرض الصكوك الإسلامية كغيرها من الأوراق المالية التقليدية (الربوية) إلى مخاطر مختلفة ويمكن أضح تلك المخاطر على النحو التالي:

### المطلب الأول: مخاطر صيغة المشاركة والمضاربة.

#### أولاً: مخاطر المشاركة:

من أهم مخاطر صيغة المشاركة نذكر مالي<sup>1</sup>:

1- يمكن أن تتسبب أخطار صيغة المشاركة إلى مجموعة من المصادر: مثل الأموال المستثمرة، حيث يجب

أن تكون هذه الأموال طويلة الأجل، ليستطيع المصرف توجيه استثماره دون تصفية مشاركته سريعاً؛

2- كما أن عدم وجود الكوادر البشرية العاملة في المصارف الإسلامية وملاءمتها، والتي ليس لها القدرة على التخطيط الاستراتيجي لاستخدامات الأموال، أو اختيار المشروعات والفرص يمكن أن يكون مصدراً للخطر؛

3- ويمثل الشكل القانوني للشركة أحد مصادر الخطر أيضاً. فعندما تكون المشاركة قائمة على حصص

قابلة للتداول والبيع، فإن ذلك يقلل المخاطر، أو عندما لا يسمح بتداولها فإن المخاطر تزيد؛

4- بالإضافة إلى أن هناك مخاطر تنشئ عن الفشل في التقييم الدقيق لعمليات المشاركة، ومخاطر تنشئ عن

إدارة المصرف كعدم الأهلية والكفاءة القادرة على النهوض والقيام بمتطلبات المشاركة؛

بالإضافة إلى مخاطر أخرى قد تتعرض لها المشاركة وهي:

أ- المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك، أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة؛

ب- المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب المصرف من الأرباح، أو التأخر عن دفعها؛

ت- المخاطر الناتجة عن تذبذب الأسعار ارتفاعاً وهبوطاً؛

ث- المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد المشارك؛

ج- المخاطر الناتجة عن تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة؛

ح- المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة، أو كون الربح الفعلي أقل من المتوقع؛

خ- مخاطر السمعة نتيجة عن التزام الشريك بالضوابط الشرعية مما يؤثر على موقف المودعين في

المصرف؛

<sup>1</sup> محمد محمود المكاي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2012م، ص: 45، 46.

- د- طول فترة التنفيذ التي تؤدي إلى ارتفاع التكلفة؛
- ذ- إجراء تعديلات جوهرية أثناء فترة التنفيذ لم تكن مدرجة في الدراسة الصالية للمشاركة؛
- ر- إنشاء مشروعات بالمشاركة بطاقة إنتاجية أكبر من اللازم حيث يؤدي ذلك إلى عدم استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة مما يترتب عليه زيادة تكاليف الإنتاج؛
- ز- ظهور منافسين جدد في مجال نشاط المشاركة مما يؤثر على مبيعات المشاركة؛
- س- عدم إمكانية بيع حصة المشاركة؛
- ش- مخاطر أخلاقية وهي تتمثل في تعدي أو قصر أو مخالفة الشريك الشروط المتفق عليها.<sup>1</sup>

### ثانياً: مخاطر المضاربة:

- هناك العديد من المخاطر التي تتعرض لها عملية المضاربة ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:<sup>2</sup>
- 1- المخاطر التي يمكن أن تنشئ بسبب عدم توافر المستوى الأخلاقي المطلوب وانخفاض مستوى الأمانة، حيث يؤدي ذلك إلى وجود احتمالات كبيرة لقيام العميل بالتعدي على حقوق وأموال المصرف عن طريق القيام بأفعال وسلوك مخلة، كالتلاعب بالوثائق وتزوير المستندات، وإخفاء الربح، وادعاء الخسارة، والمماطلة في السداد وغيرها؛
- 2- بالإضافة إلى ذلك هناك أيضاً مجموعة المخاطر التي يمكن أن تنشئ بسبب عدم توفر الكفاءة الإدارية والخبرة العملية لدى العميل المضارب، حيث يترتب على ذلك عدم توافر المتطلبات الضرورية اللازمة لتنفيذ وإدارة العملية بكفاءة ونجاح مما يعرضها لاحتمالات كبيرة من الخسارة وما يسبب ذلك من أضرار للمصرف الإسلامي بالإضافة إلى طبيعة المضاربة التي تعتبر المصدر.

<sup>1</sup> حمزة عبد الكريم حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2015م، ص 71، 72.

<sup>2</sup> محمد محمود المكاوي، المرجع السابق الذكر، ص: 50.

المطلب الثاني: مخاطر صيغة الإجارة والسلم.

أولاً: مخاطر الإجارة: ومن أهم المخاطر التي تتعرض لها الإجارة نذكر ما يلي:<sup>1</sup>

1- تحمل المؤجر كل أعباء المخاطر: يتحمل المؤجر عند إنشاء المشروع الاستثماري وعند الثاني للخطر حيث تلتزم مسؤولية الشراكة للمصرف الإسلامي بتوفير البيئة المناسبة وكافة الوسائل لإنجاح العملية لتجنب الخسائر وتحقيق الأرباح المطلوبة. شراء العين لتأجيرها كل الأعباء، ومنها ضمان العين المملوكة، وتحمل مخاطر القرار الاستثماري، السوقية، والتكنولوجية؛

2- احتمال تقادم الأصل تكنولوجياً؛

3- توقف أعمال المستأجر، وما يترتب من توقف في استعمال الأصل وإعادة مرة أخرى إلى المصرف؛

4- مخاطر سوء استعمال الأصول ومماثلة تسليمها من قبل المستأجر في نهاية مدة الإجارة (مخاطر معنوية) وتنشئ هذه المخاطر من الآتي:

أ- عدم إتباع تعليمات التشغيل المناسبة للأصل من جانب المستأجر بالإضافة إلى ذلك سوء الصيانة الدورية والتي تجب عليه بحكم العقد والعرف (كالزيوت والصيانة الدورية التي تجعل الأصل قادراً على تقديم المنفعة المطلوبة)؛

ب- قد يواجه المصرف صعوبة في إثبات سوء استعمال الأصل من جانب المستأجر، وذلك لعدم حصول المصرف على أدلة أو حجج قوية على ذلك، وبجانب ضعف قيم وأخلاق المستأجر؛

ت- مماثلة المستأجر، أو عدم تسليمه الأصل في نهاية مدة الإجارة المتفق عليها، وقد يحدث ذلك بحجة أنه لم يحصل على المنفعة الكاملة من الأصل خلال مدة الإيجار، وتؤدي هذه المخاطر في حالة حدوثها إلى أعباء مالية كبيرة على المصرف نتيجة سوء استعمال من جانب المستأجر.

ثانياً: مخاطر السلم: تتعرض صكوك السلم كبقية الصكوك إلى مخاطر عديدة نذكر منها:

1- عدم التزام العميل في الوقت أو الكمية بالمواصفات المتفق عليها في العقد؛<sup>2</sup>

2- عدم تغطية العائد من السلع للتكلفة؛

<sup>1</sup> حليلة بزاز، المشتقات المالية ومكانتها في أداء مخاطر الصيرفة الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في الاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، الجزائر، 2015-2016، ص: 57.

<sup>2</sup> محمد محمود الكاوي، المرجع السابق الذكر، ص: 59، 60.

- 3- مخاطر ناتجة عن الكوارث الطبيعية، التي قد تؤدي إلى عدم قدرة العميل على تسليم السلعة؛
- 4- عدم وجود فرصة إجراء عقد سلم موازي؛
- 5- مخاطر الاحتفاظ بالسلعة عن تسلمها، قبل الوقت المتفق عليه، والصرف ملزم بالاستلام، وهنا يتحمل المصرف المخاطر المترتبة على ذلك؛
- 6- مخاطر العملة، أي انخفاض قسمة العملة وارتفاع أسعار السلع بحدوث التضخم، وفي هذه الحالة لا يمكن أن ينفي احتمالية الضرر لأحد العاقدين أو كلاهما نتيجة حدوث تغير قيمة العملة الناتج عن التضخم؛
- 7- مخاطر عدم القدرة على بيع البضاعة بعد استلامها بواسطة المصرف، أي انخفاض سعر السلعة بعد استلام المصرف لها.<sup>1</sup>
- 8- إنفاق ثمن الشراء في غير الغرض المحدد في العقد.<sup>2</sup>
- 9- هناك مخاطر تتمثل في كون العقد لا يتم تداوله في الأسواق المنظمة أو خارجها، بل هي اتفاق طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية وتحويل ملكيتها. وهذه السلع تحتاج إلى تخزين، وبذلك تكون هناك تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المصرف الذي يملك هذه السلعة بموجب عقد السلم، وهذا النوع من التكاليف والمخاطر يتعلق بالمصارف الإسلامية فقط.<sup>3</sup>

### المطلب الثالث: مخاطر صيغة الاستصناع والمراوحة.

أولاً: مخاطر الاستصناع: من أهم مخاطر الاستصناع نذكر ما يلي:

- 1- خاطر النقل: فقد تتعرض السلع المصنعة للهلاك بسبب حادث مفاجئ في أثناء النقل، أو تتعرض للهلاك والتلف بسبب التخزين؛
- 2- تقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد الاستصناع؛
- 3- تأخر الصانع في تسليم البضاعة إذا كان البنك مستصنعا؛
- 4- تأخر المقاول أو المنتج في تسليم البضاعة إذا كان البنك صانعا؛

<sup>1</sup> سميرة رزيق، إدارة مخاطر التمويل في البنوك، دراسة مقارنة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات تحضير شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، بشلف (الجزائر)، 2010م، ص: 109.

<sup>2</sup> حليلة بزاز، المشتقات المالية ومكانتها في أداء مخاطر الصيرفة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

<sup>3</sup> الأخضر لقلطي، حمزة عزبي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، دراسة ميدانية، محور الملتقى أسس وقواعد النظرية المالية الإسلامية، جامعة سطيف (الجزائر)، ص: 13، 14.

- 5-عدم القدرة على إجراء عقد استصناع موازي؛
  - 6-تلف البضاعة تحت يد المصرف قبل تسليمها للمستصنع؛
  - 7-مخاطر اختلاف المواصفات في السلع المطلوبة لاحتمالية عدم توفر بعض مفردات المستصنع، المواد التي تدخل في تصنيع السلعة؛
  - 8-مخاطر العجز عن السداد في جانب المشتري ذات طبيعة عامة، بمعنى فشلة في السداد بالكامل في الموعد المتفق عليه مع المصرف،<sup>1</sup> بالإضافة إلى مخاطر المواصفات في السلع المطلوبة لاحتمالية عدم توفر بعض مفردات المستصنع، المواد التي تدخل في تصنيع السلعة.<sup>2</sup>
- ثانيا: مخاطر المرابحة: يمكن حصر المخاطر التي تتعرض لها المرابحة في النقاط التالية:
- 1-عدم وفاء العميل بالسداد حسب الاتفاق حيث يفوت ذلك على المصرف فرصة إعادة استثمار هذه الأموال؛
  - 2-تأجيل السداد عمدا، لعدم وجود عقوبات على التأجيل، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة منح التمويل ومتابعته؛
  - 3-مخاطر الضمانات ، نتيجة لبيع الأصول المرجحة بادني من سعر الشراء؛
  - 4-مخاطر الرجوع في الوعد، نتيجة عدم التزامه وعود الأمر بالشراء، وفي حالة الأخذ بعدم إلزامية الوعد علما بان معظم المصارف الإسلامية تأخذ بالتزامه الوعد؛
  - 5- مخاطر القدرة على التسليم، ومخاطر السلع ومخاطر عدم صلاحية السلعة أو عدم توافرها؛
  - 6-مخاطر دخول المصرف في قضايا ومنازعات مع العملاء؛<sup>3</sup>
  - 7-مخاطر الرد وعدم الاستلام : تنشئ هذه المخاطر نتيجة الرد و العيوب الخفية، والتي تظهر في السلع المطلوبة بعد تسليمها للعميل، وهذه العيوب قد لا يكشفها المصرف عند الاستلام، وقد يحدث بفعل المصرف أو بفعل أجنبي عنه، وقد تؤدي إلى تغير المبيع بالنقصان أو العيب والرد نتيجة عن عدم المطابقة للمواصفات التي حددها العميل في السلعة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> خضراوي نعيمة، إدارة المخاطر البنكية، دراسة مقارنة بالبنوك التقليدية الإسلامية، حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك البركة الجزائري، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة (الجزائر)، 2009م، ص: 79.

<sup>2</sup> محمد محمود المكاوي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

<sup>3</sup> خضراوي نعيمة، المرجع السابق الذكر، ص: 53.

<sup>4</sup> محمد محمود المكاوي، المرجع السابق الذكر، ص: 55.



### المبحث الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تتعرض الصكوك الإسلامية كغيرها من الأوراق المالية التقليدية، والذي يتطلب منها آليات لإدارة مخاطرها وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

### المبحث الأول : مفهوم إدارة المخاطر.

إن مفهوم إدارة المخاطر ليس له تعريف محدد فقد تعددت التعاريف ويمكن تعريفها على النحو التالي:

**أولاً:** عرفت إدارة المخاطر بأنها مدخل علمي للتعامل مع المخاطر بتحديد لخسائر المحتملة وتصميم وتطبيق الإجراءات التي تقلل حصول الخسائر.<sup>1</sup> أي بمعنى آخر هي تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وقلل التكاليف وذلك عن طريق اكتشاف الخطر وتحليله وقياسه وتحديد مجابته مع اختيار أنسب لهذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب.<sup>2</sup>

**ثانياً:** تعرف إدارة المخاطر بأنها تحديد، تحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الايرادية لمشروع،<sup>3</sup> أي هي عملية ديناميكية يتم فيها اتخاذ كافة الخطوات المناسبة للتعرف على المخاطر المؤثرة على الأهداف المنشودة والتعامل معها، ويتم إحداث تضافر بين العمليات والموارد التنظيمية من أجل التعامل مع المخاطر أينما يتم التعرف عليها.<sup>4</sup>

**ثالثاً:** كما تعرف على أنها الإدارة التي تقوم بتعريف وتحليل وتطوير والاستجابة إلى الانحرافات من خلال دورة حياة المصرف بهدف تقليل هذه الانحرافات ومعالجتها، وباستخدام مؤشرات الأداء للمساعدة في إدارة الأعمال الرئيسية والمخاطر المالية، ويتطلب هذا الأمر أن تحدد المقاييس ومراقبة المخاطر حسب أنشطة البنك مع ضرورة وتقييم نماذج ومنهجيات وفرضيات إدارة المخاطر.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صادق راشد شمري، إستراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها في الأداء المالي للمصارف التجارية، مرجع سبق ذكره، ص:45.  
<sup>2</sup> أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2007م، ص:55.  
<sup>3</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، (الأردن)، 2011م، ص:10.  
<sup>4</sup> صلاح حسن، الرقابة على أعمال البنوك ومنظمات الأعمال تقييم أداء البنوك والمخاطر المصرفية الالكترونية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010م، ص:160.  
<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة البنوك المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:232.

### المطلب الثاني: خطوات إدارة المخاطر.

إن عملية إدارة المخاطر تتم عبر مجموعة من الخطوات سنتطرق إليها فيما يلي:  
**أولاً: تحديد الأهداف:** إن أول خطوة في كيفية إدارة المخاطر هي تحديد الأهداف وتحديد احتياجات المنشأة من برامج إدارة المخاطر، حيث تحتاج المنشأة إلى خطة معينة للحصول على أقصى منفعة ممكنة من جراء نفقات برنامج إدارة المخاطر، وتعتبر هذه الخطوة وسيلة لتقييم الأداء فيما بعد.<sup>1</sup>

**ثانياً: تحديد المخاطر:** أين يتم التعرف على المخاطر ذات الأهمية والتي هي في الأصل عبارة عن أحداث قد تؤدي في حال وقوعها إلى مشاكل وبالتالي يتم في هذه المرحلة التعرف على أصل المشكلة أو مسبباتها حتى يتم دراسة المشكلة بشكل صحيح وسليم.<sup>2</sup>

**ثالثاً: التقييم:** بعد التعرف على المخاطر المحتملة يجب أن تجري عملية تقييم لهذه المخاطر من حيث شدتها في إحداث الخسائر واحتمالية حدوثها، في بعض الأحيان يكون من السهل قياس هذه الكميات وأحيان أخرى يتعذر قياسها. إن صعوبة تقييم المخاطر تكمن في تحديد معدل حدوثها، حيث أن المعلومات الإحصائية عن الحوادث السابقة ليست دائماً متوفرة. وكذلك فإن تقييم شدة النتائج عادة ما يكون صعباً في حالة الموجودات غير المالية.<sup>3</sup>

**رابعاً: التعامل مع المخاطر:** بعد أن يتم دراسة جميع الخطوات السابقة الذكر، نصل إلى وضع آليات تساعدنا في مواجهتها، عادة تقع هذه الآليات ضمن واحدة أو أكثر من أربع حلول هي كالتالي:

**1- نقل الخطر:** ويقصد به أن تتحمل نتائج وأثار تحقق الأخطار المحتملة لشركة مختصة مقابل قسط نقدي كشركات التأمين أو أي مؤسسة أخرى تكون قوة من المؤسسة الأولى على معالجته أو التحكم فيه بإيجاد الوسيلة المناسبة للتخفيف منه، وإنقاص الضرر إلى أقصى قدر ممكن، وبعد تحويل الخطر من أكثر الطرق المستخدمة للحد من أثاره على اعتباره أن المؤسسة لا تستطيع تحمله لعدم توفر الخبرة الكاملة عن حجم الخطر ومسبباته وخسائره.

<sup>1</sup> لعروس قرين زهرة، دور إدارة مخاطر الائتمان المصرفي في اتخاذ القرارات الائتمانية لدى البنوك التجارية، دراسة مجموعة من البنوك التجارية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة (الجزائر) 2017م، ص: 44.

<sup>2</sup> بوعزيز الشيخ، مدخل إلى التأمين وإدارة الخطر، الطبعة الأولى، دار التنوير، الجزائر، 2014م، ص: 86.

<sup>3</sup> حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2012م، ص: 160، 161.

**2- تجنب الخطر:** ويقصد به اتخاذ قرارات الحد من نشاط معين أو إيقاف النشاط كلية، وذلك عندما ينطوي هذا النشاط على خسائر محتملة ولا توفرها التغطية المناسبة، وذلك فان سياسة تجنب الخطر تتمثل في القرار السالب، أي عدم اتخاذ القرار الذي يؤدي إلى الخطر.

**3- الاحتفاظ بالخطر:** ويعرف الاحتفاظ بالخطر بأنه الفشل في اتخاذ عمل إيجابي لتجنب النتائج غير المرغوب فيها المترتبة على الخطر، واتخاذ عمل إيجابي لإيجاد وسائل داخل الشركة للسيطرة على الخطر ويظهر الاحتفاظ بالخطر من وجود احتمالين:

أ- إذا كان الخطر مهملاً بسبب عدم معرفة وجوده؛

ب- إذا حدث وان وجد اهتمام بوجود الخطر، وتم وضع قرار بعدم اتخاذ أي قرار بشأنه، أو الاحتفاظ به من خلال التأمين، ولكن يجب على مدير الخطر التأكد من مقدرة الشركة على تحمل الخطر.

**4- تخفيض الخطر:** وتتم بتقليل ظاهرة لا تأكد والشك الناجم عند اتخاذ القرارات، ويمكن الوصول إلى هذه النتيجة عن طريق التنبؤ بدقة كافية باحتمال تحقق حوادث والتنبؤ بدقة أيضاً بحجم الخسارة التي تنتج في كل مرة تحدث فيها من الناحية الأخرى، وذلك بعد دراسة موضوعية لنوعية الخطر وأسبابه والتخطيط لها لمواجهةها عند تحققها.<sup>1</sup>

**خامساً: وضع الخطة:** في هذه المرحلة تأخذ قرارات فيما يخص اختيار الأسلوب المناسب الذي سيتم من خلاله التعامل مع المخاطر، وهنا يجب التنويه أن كل إجراء عملي يجب أن يكون محل شورى بين مختلف المصالح المختصة فيه وكل قرار يجب أن يسجل ويوافق عليه من قبل المستوى الإداري المناسب، في حين يبقى القرار النهائي يعود إلى القيادة الإدارية العليا.

**سادساً: التنفيذ:** بعد وضع الخطة وتحديد الأسلوب الأمثل لمواجهتها يتم في هذه المرحلة تطبيق ما توصلت إليه القيادة العليا فيما يخص القرار النهائي لمنع وقوع الخطر أو محاولة لمعالجة بأقل التكاليف.<sup>2</sup>

**سابعاً: مراجعة وتقييم الخطة:** تعتبر مرحلة التقييم والمراجعة ضرورية من مراحل إدارة المخاطر وذلك لسببين:

<sup>1</sup> عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان (الأردن) 2013م، ص: 212، 213.

<sup>2</sup> بوعزيز الشيخ، مدخل إلى التأمين وإدارة الخطر، مرجع سبق ذكره، ص: 88، 87.

السبب الأول: هو أن إدارة الخطر لا تعمل في بيئة ساكنة حيث أن الأخطار تتبدل وتتغير، وحيث تختفي بعض الأخطار وتنشئ بعض الأخطار الأخرى.

فبرنامج إدارة الخطر عن العام الماضي لا يصلح أو لا يعتبر هو البرنامج الأمثل للعام المقبل.

السبب الثاني: أحيانا ما تحدث أخطار ولذلك فان تقييم ومراجعة برنامج إدارة الخطر قد يؤدي إلى اكتشاف أخطاء، وبالتالي فان مراجعة القرارات قد ينتج عنها تعديل بعضها قبل أن تصبح مكلفة للمنشئ.

وعلى الرغم من أن تقييم ومراجعة الأخطار يجب أن يستمر ضمن وظائف مدير الخطر، إلا أن بعض المنشآت تستعين ببعض المتخصصين من خارج المنشأة من حين لآخر لمراجعة برنامج إدارة الخطر. ويحصل التخصص عادة على أتعاب في مقابل ذلك. فقد تستدعي المنشأة أحد الخبراء لمراجعة إدارة الخطر بالكامل أو جزء منه.<sup>1</sup>

ثامنا: المعوقات : في حالة ما إذا لم تعالج المخاطر بحسب أهميتها أو بانتهاج أسلوب غير صحيح فان ذلك سيعطل من عملية تقييم المخاطر مما يزيد ربما من حجم الخسائر المحتملة، وكذا أيضا أخذ وقت طويل في معالجة إدارة المخاطر للغير متوقعة الحدوث في النهاية إلى فقدان الكثير من المعلومات المهمة والتي قد تساعد كثيرا في معالجة هذه المخاطر.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

يمكن للجهة المصدرة للصكوك الإسلامية أن تتبع مجموعة من الإجراءات وذلك بهدف تقليل هذه المخاطر أو تجنبها.

أولا: دراسة الجدوى: تعد دراسة الجدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بالمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقييم 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 وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقا

<sup>1</sup> مختار الهانس، إبراهيم عبد النبي حمودة، مقدمة في مبادئ التامين بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية طبع-نشر- توزيع، الإسكندرية(مصر)، 2000م، ص: 33، 34.

<sup>2</sup> بوعزيز الشيخ، المرجع السابق الذكر، ص: 88.

للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.<sup>1</sup>

**ثانياً: الرقابة المالية:** تتطلب حماية حقوق الصكوك الإسلامية توفير الرقابة، ويقصد بها الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها، وذلك للتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، وإن الإيرادات تحصل طبق النظم المعمول بها وللتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء والكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت إلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً.<sup>2</sup>

**ثالثاً: إتباع سياسة التنوع:** وتقوم هذه الآلية على تنوع استثمارات الصكوك من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء. وتوجد أسس مختلفة للتنوع يتم تناولها فيما يلي:

### 1- تنوع جهة الإصدار : ويوجد أسلوبان شائعان يتم استخدامهما في هذا الصدد، هما:

**الأسلوب الأول: التنوع البسيط:** ويقوم على توزيع المخاطر، حيث يعتمد مفهومه على المثل القائل ' لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة، أو عليك بنشر المخاطر'، ويعتمد التنوع البسيط على تنوع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك لماله من العديد من العيوب التي يأتي في مقدمتها صعوبة إدارة الاستثمارات، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، وارتفاع متوسط تكاليف الشراء.<sup>3</sup>

**الأسلوب الثاني: تنوع ماركوتز:** يقوم تنوع ماركوتز على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك ،

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مفهومها- أنواعها- آليات التعامل بها- الرقابة عليها -المخاطر وعلاجها- دورها التنموي- سبل تحقيقها، مرجع سبق ذكره، ص:174.

<sup>2</sup> لخلو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية ، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية (الجزائر)، ص:12.

<sup>3</sup> أحمد شعبان محمد علي، المرجع السابق الذكر، ص:175.

وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد استثمارات الصكوك فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد في التنوع ليس فقط التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

**2- تنوع تواريخ الاستحقاق:** الصكوك قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويهدف هذا التنوع إلى مواجهة مخاطر التضخم باعتبار أن الصكوك ذات الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك أقل عرضة لمخاطر التضخم قياسا بالصكوك التقليدية نظرا لطبيعتها مكوناها وقيامها على المشاركة في الغنم والغرم.

**3- التنوع القطاعي:** يهدف هذا التنوع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعا للدورات الاقتصادية، والتنوع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك والسوق بصفة عامة، ومن ثم فإن تنوع إصدار الصكوك ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر ويبقي من صدماتها.<sup>1</sup>

**4- التنوع الدولي:** يهدف التنوع لدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنوع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضا في التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة.

**رابعا: تكوين هيئة حملة الصكوك:** تتفق النظم القانونية على تكوين هيئة من مجموع حملة الصكوك المكتتب به في كل إصدار، لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق، وكذا يمكن تسجيل هذه الهيئة كشركة لا تهدف إلى تحقيق الربح أو كجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**خامسا: تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار:** يمكن إنشاء صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار، حيث لا يوجد مانع شرعا من اشتراطه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة، بحيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال أو انخفاض الربح عن حد معين في سنة معينة باعتبار ذلك تبرعا ممن يملك رأس المال وعوائده ويمكن اشتراط

<sup>1</sup> لخلو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية واثرا الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

موافقة المالك الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع، لان الصك يحمل في ظهره ما يفيد اقتطاع نسبة من الأرباح لتكوين الاحتياطي لمخاطر الاستثمار.<sup>1</sup>

**سادسا: معالجة مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية، حيث أن وجودها في المؤسسة (مصدري الصكوك) تعد من المؤشرات التي تدل على الالتزام بالضوابط الشرعية التي من مهامها إعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسه الصكوك عند الإصدار، ومراجعة النماذج، وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.

**سابعا: معالجة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** يمكن تجنب مخاطر صيغ التمويل الإسلامي من خلال طلب حملة الصكوك بوضع بعض القيود في نشرة الإصدار، مثل التقليد بنوع معين من التجارة. وهذا يصلح في عقد المضاربة، ولا يوجد مانع شرعا لان الغاية منه تقليل مخاطر الاستثمار. وكذلك يمكن اشتراط حلول آجال باقي الأقساط عند تأخير العميل المماثل عن دفع الأقساط في مواعيد استحقاقها أو إضافة غرامة تأخير عن المدة الزمنية، شريطة أن توضع هذه الغرامة في صندوق خيري ليصرف في وجود الخير. وهذا يصلح في عقد المرابحة، ولا يوجد مانع شرعا من هذا الإجراء لأنه يهدف إلى التقليل من مخاطر الاستثمار، أو يمكن ربط الأقساط المؤجلة بعملة مستقرة نسبيا، أو ربطها بالذهب، أو ربطها بأرقام قياسية لمجموعة من السلع الأساسية، بحيث يؤخذ متوسط أسعارها وقت حلول آجال الأقساط، ولا يوجد مانع شرعا، وخاصة عند التعرض لتغيرات عالية في أسعار الصرف.

**ثامنا: الضمانات:** تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك، ومن أهم هذه الضمانات ما يلي:

**1- الرهن:** وهو حسب شيء بحق يمكن استيفاؤه منه، أو جعل شيء مالي محبوسا أو وثيقة بحق مثل تقديم المدين حليا أو ساعة أو عقارا رهنا للدائن المرتهن، وهو مشروع في الإسلام لقوله تعالى: "فرهان مقبوضة" (البقرة 283)، ولان النبي صلى الله عليه وسلم اشترى من يهودي طعاما إلى اجل، ورهنه درعا من حديد . ويشترط في المرهون ستة شروط:

أن يكون متقوما، موجودا وقت التعاقد، أن يكون مملوكا بنفسه للراهن ، أن يكون معلوما، أن يكون مقدور التسليم ، أن يكون المرهون مقبوضا في دائن المرتهن، أو عند شخص مؤتمن وهو المسمى بالعدل.

<sup>1</sup> أحمد محمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مفهومها - أنواعها - آليات التعامل بها - لرقابة عليها - المخاطر وعلاجها - دورها التنموي - سبل تحقيقها، مرجع سبق ذكره، ص: 177، 180.

تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر الصكوك الائتمانية خاصة، فيمكن للدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمه.

2-الكفالة: هي ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة مطلقا، أي ضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس أو دين أو عين، أي أن يلتزم طرف بتحمل عبء من طرف آخر على سبيل التبرع ، وكفالة الشخص المليء وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية ، وخاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.<sup>1</sup>

3-ضمان الطرف الثالث: إذا كان من المتفق عليه شرعا أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تتضمن القيمة الاسمية لحاملها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لأن اليد أمانة فانه لا مانع شرعا من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك ، القيمة الاسمية لصكوك المضاربة . وهذا الضمان-وتسميته ضمانا مجازا لأنه ليس كفالة عن ديون، هو في الواقع تعهد ملزم بتقسيم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه. أي حتى لو كان ناشئا عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من التزامه بالتعويض لأن هذا الالتزام له الأولوية فهو حكم شرعي، إن التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضا. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار: ' ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين وعلى أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان المضاربة، أو الامتناع عن الوفاء بالالتزامات هم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.<sup>2</sup>

كما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: ' يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير احد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار.

<sup>1</sup> حلو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية واثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص:13.

<sup>2</sup> وعلاجها- دورها التنموي- سبل تحقيقها، مرجع سبق ذكره، ص:181، 182.



فيجوز إيجاد متعهد باسترداد الصكوك فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك أم من خلال تعهد ملزم أو بالاتفاق.

ماذا كان المتعهد بالاسترداد هو جهة المدير فلا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية التي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية.

كما أنه يجوز لن يتعهد المستأجر في صكوك التأجير بشرائها بالقيمة الاسمية أو بما يتم الاتفاق عليه وذلك يحقق ضمان أصول الصكوك مادامت الصكوك قائمة. وما يتعلق بضمان الطرف الثالث لأصول الصكوك يصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك لأنه يستند إلى المبدأ نفسه. وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها.

**تاسعا: التامين التعاوني:** تتيح هذه الآلية الحماية من المخاطر الائتمانية بالاشتراك في صندوق التأمين التبادلي الموجود داخل المصرف، على أن يسدد المشترك نسبة معينة في الدين المؤمن عليه في حساب خاص لهذه الغاية على سبل التبرع مقابل حصول المشترك على تعويض عند التعرض لخطر من الأخطار كالإعسار مثلا.<sup>1</sup>

**عاشرا: الاحتياطات:** تعد آلية الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، وتكون 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 الخسائر 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 أما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وأما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.<sup>2</sup>

**احدى عشر: التحوط:** من المعلوم أن التحوط يراد به عموما الوقاية والاحتماء من المخاطر، وهذا المعنى يتفهم مع مقاصد التشريع في حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه، فليس هناك إشكالية من حيث الهدف، ولكن الإشكالية تكمن في الوسائل المتبعة للتحوط.

<sup>1</sup> لخلو بوخاري، وليد عايب، المرجع السابق الذكر، ص: 13.

<sup>2</sup> أحمد شعبان محمد علي، المرجع السابق الذكر، ص: 183، 185.

فالتحوط يكون مقبولاً طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة،<sup>1</sup> وتقوم آلية التحوط على حماية استثمارات الصكوك من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلين الثمن والمثمن، حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً. فيمكن للتحوط من خلال عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معيناً في مقداره وأوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام. كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل بالسلعة كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أو قصرت، وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشراً في تحديد عائد المراجحة، كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملية التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملة مختلفة بدون اخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مارجحة بنفس العملة، ويجب الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بإقساط العمليات المؤجلة كالمراجحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء.

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، المرجع السابق الذكر، ص: 185.

### خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل مخاطر الصكوك الإسلامية وإلى أهم الطرق والآليات لإدارة هذه المخاطر، حيث تعتبر إدارة المخاطر في الصكوك الإسلامية عملية ضرورية وهامة وتشترك الصكوك الإسلامية في عدة مخاطر مع الأوراق المالية التقليدية، إلى أنها تنفرد بمخاطر خاصة لاسيما تلك المتعلقة بصيغ التمويل الإسلامية وآلياتها المختلفة حيث أن كل آلية من شأنها علاج عدة مخاطر للصكوك. وهذا ما سنقوم بدراسته في الفصل الموالي، حيث تم تسليط الضوء على تجربة السودان، وذلك باستعراض أهم الصكوك التي أصدرتها حكومة السودان وذلك من خلال دراسة للصكوك الإسلامية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

المسألة

مطالعة كتاب التاريخ الحضاري للمغرب الإسلامي العثماني

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

تمهيد :

بعد تحول الجهاز المصرفي بالسودان من النظام التقليدي إلى النظام الإسلامي في عام 1983م، كانت المشكلة الأساسية التي تقلق المصرف المركزي هي إيجاد آليات لتنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة بوسائل وآليات تتوافق مع النظام الإسلامي وبعد بحث استغرق الفترة من بداية عام 1997م حتى منتصف عام 1998م وبجهود مشترك بين مصرف السودان المركزي والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية وخبير من صندوق النقد الدولي، وفي هذا الإطار أنشأت وزارة المالية والاقتصاد الوطني إدارة السندات الحكومية والتي عرفت فيما بعد بإدارة الصكوك الحكومية كإدارة متخصصة تقوم بإصدار الأوراق المالية المختلفة، وتساهم كذلك في توفير موارد إضافية وسد العجز في الموازنة العامة، وتتوافق هذه الأخيرة مع الأسس الشرعية وتصلح كآلية لإدارة السيولة بمرونة عالية عن طريق تداولها في عمليات أشبه بعمليات السوق المفتوحة، وتمثل الشهادات في أساسها نوعاً من التوريق لأصول مصرف السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني، واعتبر هذا التطور نقلة نوعية في إدارة السياسات النقدية في السودان بحيث توفرت لمصرف السودان آليات مجازة شرعياً ويسهل استخدامها في عمليات السوق المفتوح وللتعرف أكثر على الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية سوف نتطرق إليها في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: دراسة للصكوك السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2013-2017م).

المبحث الثاني: محاولة لتحديد الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك السودانية.

# الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

## السودانية

### المبحث الأول: دراسة للصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2013-2017م):

سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان والتي تعتبر تجربة رائدة ومميزة خاصة صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، وإعطاء لمحة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية ثم التطرق إلى نشاط الصكوك الإسلامية السودانية في سوق خلال الفترة (2013-2017م).

### المطلب الأول: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان:

شهد الاقتصاد السوداني في بداية التسعينات عدة تعديلات، أهمها إلغاء العمل بنظام سندات الخزانة باعتبارها آلية غير متطابقة مع توجيهات الاقتصاد الإسلامي، مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع توجيهات الشريعة الإسلامية، حيث تعتبر السودان أول دولة إسلامية تصدر أوراقا مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة وفيها يلي تعريف لأهم هذه الإصدارات.

**أولاً: الجيل الأول من الصكوك الإسلامية:** ويتضمن ما يلي:

#### 1- شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم):

وهي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص، يحتوي على الأصول المملوكة لمصرف السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، وهي بذلك نوع من التصكيك وتعتبر أول أداة نقدية إسلامية تم إصدارها لإدارة السيولة في جوان 1998م<sup>1</sup>، وتصدر هذه الشهادات على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكونة للشهادة، وفيما يلي جملة من الخصائص لهذه الشهادات:<sup>2</sup>

أ- ليس لها فترة سريان محددة وهي قابلة للتداول وسهلة التسجيل؛

ب- تم تداولها في السوق الثانوية، قبل إدراج هذه الشهادات في سوق الخرطوم للأوراق

المالية، كان البيع والشراء يتم أساساً من خلال مزادات ولكن توجد معاملات خارج المزاد،

ويتم التبادل فقط بين المصارف؛

راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وأفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2008م، ص: 68.  
<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ت- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوي لطلب على عروض لا تزيد عن خمسة، وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية، وأن يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد، ولا يسمح للمصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر؛

ث- تمثل منفذا استثماريا سريع التسييل للمصارف التجارية والية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي؛

ج- تستخدم هذه الآلية من قبل المصرف المركزي في التحكم في إدارة السيولة فإذا رأى النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء هذه الشهادات من مالكيها، إذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من شهادات للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة، وبالطبع يلعب السعر الذي يعرضه المصرف للشهادة دورا هاما في تنفيذ عمليات البيع والشراء؛

ح- لها قيمة اسمية محددة وقيمة محاسبية وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند التبادل؛<sup>1</sup>

خ- آلية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي حيث يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة، فإذا كان النشاط الاقتصادي بحاجة إلى السيولة، يقوم بشراء هذه الشهادات من مالكيها ويعرضها للبيع في الحالة المعاكسة.

### 2- شهادات المشاركة الحكومية (شهادة):

قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 1999/05/08م، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكيلا ومروجا للأوراق المالية الحكومية.<sup>2</sup> وهي عبارة عن صكوك أو شهادات تصدرها وزارة المالية بصيغة المشاركة بواسطة شركة السودان للخدمات المالية، ويتكون الصندوق المنشئ لإصدار الشهادات من الأصول المملوكة جزئيا أو كليا للدولة في بعض الهيئات والمؤسسات والشركات المنتقاة مثل الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) وشركة النيل للزيوت، وفندق هيتلون وشركة أرباب للتعددين، والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة غيرها، وتتسم

شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1 (الجزائر)، 2013م، ص:15.  
ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة (الجزائر)، 2014م، ص:219.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

هذه الشركات والمؤسسات برمجيتها العالية الناتجة عن الإدارة المتميزة، وتتيح الشهادات لحاملها المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال مجموعة الشركات التي تكون الصندوق، وقد فوضت وزارة المالية مصرف السودان لخصم قيمة الشهادات والأرباح من حساب الحكومة الرئيسي وإضافته لحساب خاص تسدد منه قيمة الالتزامات المالية واتجاه حاملي الشهادات عند حلول تاريخ تصفية المشاركة.<sup>1</sup>

#### أ- الأهداف العامة لإصدارات شهامة: تتمثل هذه الأهداف فيما يلي:<sup>2</sup>

- إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة بالتحكم في السيولة ، بهدف خلق التوازن المطلوب بين السيولة النقدية والاقتصادية؛
- تغطية عجز الموازنة عبر موارد نقدية حقيقية وهذا ما ساعد في تخفيض معدلات التضخم؛
- إيجاد ورقة مالية مهيكله تسهم في تنشيط وتطوير رأس المال بسوق الخرطوم للأوراق المالية، واستخدامها في سوق المال العالمي الإسلامي، وهو سوق موازي لسوق المال العالمي التقليدي ولكنه يستخدم أدوات مالية إسلامية؛
- استكمال حلقات تأصيل النشاط الاقتصادي الإسلامي في البلاد بعد النجاح في الجانب المصري؛
- تحقيق عائدات مجزية للمستثمرين عن طريق استثمار أموالهم بكفاءة؛<sup>3</sup>
- تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار؛
- تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة الذي كان من المعتاد تغطيته بالاستدانة من المصرف المركزي بالرغم مما يترتب عليها من زيادة في معدلات التضخم؛
- بمثابة نواة للمساعدة في تطوير أسواق رأس المال وسوق للأوراق المالية كإحدى أدوات السياسة النقدية، بحيث تمكن المصرف المركزي من تخطيط وتنفيذ سياسة نقدية فعالة في إطار برنامج مالي ونقدي متكامل؛

يوسف الفكي عبد الكريم حسين، السياسة النقدية في الإطار الإسلامي ، التجربة السودانية خلال الفترة 1997-2008م، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع بعنوان، الازمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي ، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010م، ص:14.15.<sup>1</sup>  
<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص:277.  
<sup>3</sup> ولاد محمد احمد جمعة، اثر استخدام نظام التسويات الآنية الإجمالية على تسهيل الأوراق المالية، دراسة حالة بنك السودان المركزي في الفترة 2005-2014م، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في البحث، جامعة الرباط الوطني، 2006م، ص:17.



## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- التحكم في عرض النقود وبالتالي المساعدة في إدارة السياسة النقدية.<sup>1</sup>
- ب- خصائص شهادة المشاركة الحكومية (شهادة): تتمثل أهم خصائص هذه الشهادة فيما يلي<sup>2</sup>:
  - ذات عائد مرتفع ومخاطر متدنية؛
  - لها فترة سريان قصيرة لمدة عام؛
  - تقبل كضمان من الدرجة الأولى للتمويل الممنوح من المصارف؛
  - مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية وتتميز بسهولة التسجيل.
- ت- آلية عمل شهادة شهامة: تتألف هذه الآلية من 03 أطراف رئيسية وهي:<sup>3</sup>
  - المستثمرون وهم حملة الصكوك،
  - الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وتتمثل هنا في شركة السودان للخدمات المالية المحددة، وهي التي تقوم بدور الوكيل عن وزارة المالية في مجال إصدار الصكوك،
  - وزارة المالية وهي جملة الإصدار والمالكة لمكون الشراكة وتتم العملية كما يلي:
- تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة (شركة السودان للخدمات المالية المحددة) بتقديم المشورة المالية وتمكين المستثمرين من الاطلاع على المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة؛
- تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن الوزارة ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك (شهادات شهامة)، بعمولة قدرها 2% يتم تحصيلها من الوزارة؛
- يمثل الصك استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة؛
- يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي المكون الشراك؛
- لا يجوز للمستثمر سحب رأسماله أو أي جزء من قبل تاريخ الاستحقاق ولكن له حق تداوله في السوق.

<sup>1</sup> يوسف الفكي عبد الكريم حسين، المرجع السابق الذكر، ص: 15.  
<sup>2</sup> السعيد خامرة، دور الأوراق المالية الإسلامية في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، عرض التجربة السودانية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح بورقلة (الجزائر)، جوان 2007م، ص: 39.  
<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 279.

# الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

## السودانية

ثانيا: الجيل الثاني من الصكوك الحكومية (الأوراق المالية المستحدثة): وتمثل فيما يلي:

### 1- صكوك الاستثمار الحكومية ( صرح):

بعد النجاح الذي حققته صكوك المشاركة الإسلامية الحكومية شهامة، عمدت السلطات النقدية على استحداث أوراق إسلامية جديدة تستوفي شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة والتنوع وبآجال مختلفة لتمويل بعض مشروعات التنمية متوسطة وطويلة الأجل نسبيا.<sup>1</sup> حيث تعرف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، على أنها وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمراجحة والاستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبيا تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية.

أ- الأهداف: تسعى صكوك الاستثمار الحكومية أو ما يعرف بصرح لتحقيق أهداف

عديدة، أهمها يتمثل في ما يلي:

- تجميع المدخرات القومية والإقليمية؛
- تشجيع الاستثمار؛
- إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

ب- خصائص صرح: ومنها ما يلي:<sup>2</sup>

- يمثل الصك بعد استثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة العقود (الإجارة والمراجحة، والاستصناع والسلم)؛
- هناك حجم محدد لكل إصدار بحيث يتم تجزئته إلى صكوك؛
- لكل إصدار عمر محدد، يبدأ من تاريخ قفل الاكتتاب ويسترد المستثمر قيمتها في نهاية الفترة المحددة يتراوح ما بين عامين إلى 6 أعوام؛
- تصدر الصكوك بسعر يبلغ 100% من القيمة الاسمية للصك؛

العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية في التحول وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد 1، يونيو 2016م، ص: 116-117.  
<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 283-284.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد العقود الاستثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب ( الشركة) بنسبة 8%؛
- عند انتهاء فترة الصكوك يتم استردادها بقيمتها بالجنيه حسب التنضيف الحقيقي لأصولها عند تاريخ الاستحقاق؛
- هذه الصكوك قابلة للتداول والتحويل كلياً أو جزئياً ويتم بيع الصكوك وتحويلها بواسطة استثمار التحويل المعدة لهذا الغرض؛
- يجوز لجميع الأفراد والشركات والمؤسسات المالية المقيمة وغير المقيمة الاكتتاب في هذه الصكوك؛
- يتم دفع قيمة الصكوك عن طريق:
  - على المستثمر إرفاق قيمة الصكوك مع طلبات الاكتتاب،
  - يفضل دفع قيمة الصكوك عن طريق الشيكات المصرفية أو المعتمدة أو بالتحويل بخصم القيمة من الحسابات المصرفية،
  - بالنسبة للمكتتبين غير المقيمين بالداخل تقبل طلباتهم بالجنيه بعد قيامهم بتحويل العملات الأجنبية عبر المصارف التجارية العاملة بالبلاد، على أن يتحمل مقدم الطلب جميع رسوم الخدمات المصرفية الخاصة بالتحويل.

#### ت- آلية صرح:

- المستثمرون (أرباب المال).<sup>1</sup>
- شركة السودان للخدمات المالية (مضارب).
- وزارة المالية وهي الجهة المستفيدة من التمويل.
- تقوم العلاقة بين المستثمرين وشركة السودان على أساس عقد المضاربة وبين الشركة والوزارة على أساس صيغ التمويل الإسلامي المتنوعة من مراحة، سلم، استصناع، وتوزيع الأرباح كل ستة أشهر.

بن ثابت علي، فتني مايا، التجربة السودانية الأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة، الجزائر نموذجاً، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2003م، ص: 17.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### 2- شهادات إجارة المصرف المركزي (شهاب):

تم إصدار هذه الشهادة (شهاب) في 30 أوت 2005م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم)، وهي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول (المباني) المملوكة لمصرف السودان المركزي<sup>1</sup>، ويتم إصدارها على صيغة الإجارة الإسلامية ويتم إصدارها بين مصرف السودان المركزي والمصارف التجارية، أي قابلي للتداول بين المصارف ومع المصرف المركزي فقط ( ليس الجمهور) وهي نوعاً من الصناديق المفتوحة ( غير محددة العمر ورأس المال).<sup>2</sup>

أ- الأهداف من إصدارات شهاب: تتمثل الأهداف الأساسية من وراء إصدار شهاب، فيما يلي:

- تمكين مصرف السودان المركزي من إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي والاقتصاد الوطني؛
- توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً تجارياً لحملة هذه الصكوك؛
- تغطية جزء من العجز في الموازنة من مواد نقدية حقيقية؛
- تجميع المدخرات القومية؛
- إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول التي تملكها الدولة.

ب- خصائصها: وهي كالتالي:<sup>3</sup>

- تتمثل مستحقات حامل الصك في : الأجرة الشهرية وقيمة الصك في السوق، حيث يوزع العائد من الإيجار بنسبة 95% لحملة الصكوك، و5% للشركة (الوكيل)؛
- تعتمد الأرباح على عائد الإجارة الفعلي ومؤشرات دراسة الجدوى التي تشير إلى أن العائد المتوقع للإجارة يتراوح بين 10% إلى 12% سنوياً؛
- هذه الصكوك قابلة للتداول والتحويل كلياً أو جزئياً ، ويتم بيع الصكوك وتحويلها بواسطة استثمار التحويل المعدة لهذا الغرض؛
- تصدر الصكوك بسعر إصدار 100% من القيمة الاسمية للصك؛

سعيد بريكة، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، تجربة السودان نموذجاً، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، جامعة أم البواقي (الجزائر)، 2017م، ص: 190.

سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، جامعة ورقلة (الجزائر)، ص: 44.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- يخضع إصدار هذه الصكوك وجميع المستندات المتعلقة بها للقوانين السارية بحكومة السودان واللوائح التي يتم بموجبها إصدار هذه الصكوك؛
- يتم دفع قيمة الصكوك عن طريق:
  - على المستثمرين إرفاق قيمة الصكوك مع طلبات الاكتتاب.
  - يمكن سداد الصكوك بالدفع نقدا عن طريق الشيكات المصرفية والمعتمدة وبالتحويل بخصم القيمة من الحسابات البنكية.
- ت- آلية إصدار شهادات شهاب: تبنى العلاقة بين شهادات شهاب على ثلاث أطراف:<sup>1</sup>
  - المستثمرون.
  - شركة السودان للخدمات المالية (الوكيل).
  - المصرف المركزي وهو البائع للأصل والمستأجر له.
- تكييف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، وبين الشركة (الوكيل) والمصرف على أساس شراء الأصل وتأجييره له ( إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية).
- 3- شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ): هذه الشهادة عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة ، تم إصدارها في أبريل 2009م، بهدف أساسي هو تمكين مصرف السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، وإيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات ، وذلك بإصدارها وعرضها للمستثمرين،<sup>2</sup> ويلاحظ أنها لم تدرج بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومن أهم خصائصها، ما يلي:
  - أ- العلاقة بين حملة الشهادات الاستثمارية وشركة السودان للخدمات المالية، تقوم على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية؛
  - ب- قيمة الإصدار 100 مليون دولار أمريكي كحد أقصى مجزأ إلى 100.000 صك؛
  - ت- يلتزم مصرف السودان المركزي بالتزاماته الناشئة عن إصدار هذه الشهادات وضمن سدادها في تواريخ استحقاقها، وبناء على ذلك تفوض المصارف بمصرف السودان تفويضا غير مشروط،

<sup>1</sup> سعد خامر، دور الأوراق المالية الإسلامية في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص:41.

<sup>2</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:46.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

وغير قابل للنقص بخصم الاستحقاقات في تواريخها من حساباتها لدى مصرف السودان المركزي؛

- ث- يتم توزيع صافي الأرباح بنسبة 95% لرب المال (حامل الصك) و 5% للشركة (للمضارب)؛
- ج- تعتمد الأرباح عن الناتج الفعلي لاستثمارات الصندوق، وبناء على دراسة الجدوى تشير إلى أن العوائد المتوقع يتراوح بين 5 إلى 7% سنويا؛
- ح- أجل الإصدار لمدة عام من تاريخ قفل باب الاكتتاب وقابل للتحديد؛
- خ- لا تقوم الشركة بإخراج زكاة هذه الشهادات وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم عن هذه الشهادات بأنفسهم؛

هـ- يكون الاكتتاب في هذه الشهادات للمستثمرين المقيمين وغير المقيمين بالسودان. يتم دفع قيمة الشهادات الاستثمارية عن طريق:

- على المستثمرين إرفاق قيمة الشهادات مع طلبات الاكتتاب.
  - يمكن سداد الشهادات بالدفع نقدا أو عن طريق الشيكات المصرفية أو المعتمد أو بالتحويل بخصم القيمة من الحسابات المصرفية أو حسابات المراسلين الخارجيين.<sup>1</sup>
- إلا أن شموخ أو شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية لم تلق قبولا مثل الإصدارات الحكومية بالعملة المحلية، ومنهم من يرجع سبب ذلك إلى ارتفاع المخاطر وانخفاض العوائد.

#### 4- التجربة السودانية في مجال إصدار الصكوك الاجتماعية:

أجاز قانون صكوك التمويل لسنة 1995م للحكومة الاتحادية وحكومة الولايات في السودان إصدار الصكوك الاجتماعية، وحدد أنواعها ( الخيرية، والقرض) لتمويل مشروعات التنمية الاجتماعية، من خلال ما يلي سنحاول التعرف على هذه الأنواع:

#### أ- صكوك القرض: تضمن هذا النوع من الصكوك الاجتماعية ما يلي:

- يجوز للحكومة الاتحادية وحكومات الولايات أن تصدر صكوك قرض تطرح على الجمهور بما في ذلك الصناديق الخيرية ومؤسسات الاستثمار للاكتتاب العام على تحديد نشرة الإصدار ودواعي هذا الإصدار؛

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 287-288.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- يجب على الجهة المصدرة أن تحدد تاريخ استرداد القرض بمثله وفي وقته؛
- قابلية صكوك القرض للتحويل إلى أسهم ويكون ذلك بناء على رغبة مالك الصك، على أن يبدي رغبته في ذلك خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار المذكورة في قانون صكوك التحويل، وإلا فقد حقه في التحويل بعد نهاية تلك المدة؛
- تدفع زكاة صكوك القرض مدة واحدة عند الاسترداد.

#### ب- الصكوك الخيرية: وجاء فيها ما يلي:

- يجوز للجهات المذكورة وهي نفسها الجهات التي يجوز لها إصدار صكوك القرض وبموافقة وزير المالية، أن تطرح صكوك خيرية بموجب نشرة إصدار، متضمنة حسبما يقتضي الحال،
  - يتم طرح الصكوك الخيرية لتمويل مشروعات الدولة؛
  - يخضم ما يقل عن 50 بالمائة من قيمة الصكوك الخيرية من دخل المتبرع الخاضع للضريبة.<sup>1</sup>
- بالإضافة إلى تلك الأنواع من الصكوك الاستثمارية الإسلامية الحكومية السودانية، هناك أنواع أخرى مثل شهادات إجازة مصفاة الخرطوم للبتترول (شاملة)، عبارة عن شهادات يتم إصدارها على صيغة الإجازة الإسلامية بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية.<sup>2</sup>
- وشهادة إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء(نور)، بدأ العمل في شهادات نور في عام 2012م، وانتهى العمل بها في عام 2014م، وهي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل، وكان الهدف من إصدارها هو توفير موارد مناسبة للدولة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 287-288.  
عبد المالك احمد بضيف، وليد بوعظم، واقع الصناعة المالية الإسلامية عبر العالم، مجلة كلية فلسطين التقنية للأبحاث والدراسات ، العدد 05، الجزائر، 2008م، ص: 613.  
<sup>2</sup> سعيد بريكة، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 191.  
<sup>3</sup>

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### المطلب الثاني: لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.

سوق الخرطوم للأوراق المالية، هو مؤسسة تعنى بتنظيم ورقابة الأوراق المالية السودانية المدرجة من الأسهم أو الصكوك الحكومية، وتنظيم بيع وشراء الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد السوداني وتوفير بيئة جاذبية للاستثمار من خلال تجميع المدخرات وتوظيفها، حيث شهدت مسيرته مراحل عدة وانتقادات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق، ومن خلال ما يلي سنحاول إعطاء لمحة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية:

#### أولاً: نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية:

في ما يلي لمحات عن أهم المراحل في عمر السوق والتطورات التي مر بها من خلال مسيرته ومنذ إنشائه.

#### 1- إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية (1962-1994).<sup>1</sup>

أ- برزت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية في السودان عام 1962م، وتم خلال هذه الفترة إجراء

العديد من الدراسات بدأتها وزارة المالية ومصرف السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للمصرف الدولي، وقد أجريت مشاورات مع المصارف التجارية واتحاد الصناعات وشركات التأمين

ومؤسسة التنمية السودانية في منتصف السبعينات وضمت مسودة قانون سوق الأوراق المالية السودانية؛

ت- بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية 1992م في ظل سياسة التحرير

الاقتصادي، والتي نادى بها البرنامج الثلاثي (1990-1993م) لاتحاد الفرصة للقطاع الخاص للأسهم

في تمويل المشروعات الاقتصادية عبر سوق الأوراق المالية لان التمويل المصرفي غير كاف وقد لا يتاح في

كل الأوقات بالقدر المناسب الذي يسمح بقيام المشروعات التنموية الكبيرة؛

ث- ثم تأسست هيئة الأسواق المالية في عام 1992م وفي نوفمبر من العام نفسه اقر مجلس الوزراء

تعديلا على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م، إلا أن القانون المحول لم يف بكل الأغراض التي

يتطلبها لإنشاء سوق الأوراق المالية؛

ج- في عام 1993م تم وضع مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية وفي عام 1994م أجاز

المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق

المالية كيانا قانونيا مستقلا؛

دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال لفترة 2013-2018م، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة النيلين (جمهورية السودان)، 2018م، ص: 48.



## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### 2- بداية العمل بالسوق الأولية والثانوية وتطورها:

أ- بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في العاشرة من شهر أكتوبر 1994م، وتم افتتاح السوق الثانوية (سوق التداول) في شهر يناير من العام 1995م بعدد 34 شركة مدرجة. في ما يلي عرض لأهم التطورات التي مرت بها سوق الخرطوم للأوراق المالية<sup>1</sup>:

ب- في عام 1996م ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 45 شركة؛

ت- في عام 1997م شهد زيادة مقدره في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 193 مليون دولار أمريكي وتأسيس مصرف الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية وذلك في شهر أكتوبر من نفس العام (1997م) ومارس نشاطه في جويلية من العام 1998م؛

ث- وفي العام 1999م بدا العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي؛

ج- شهد عام 2001م بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)؛

ح- وفي العام 2002م توسع سوق الخرطوم للأوراق المالية مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية؛

خ- في العام 2003م تم إعلان مؤشر الخرطوم، وإدراج سوق الخرطوم للأوراق المالية في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم (سوداتل) تقاطعيا في سوق أبو ظبي للأوراق المالية؛

هـ- وفي العام 2004م تم توقيع اتفاقية التعاون المشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية؛

د- وفي عام 2005م حصل ارتفاع في المؤشر بنسبة نمو بلغت 93.3% وارتفعت القيمة السوقية إلى 7.47 مليارات جنيه. وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%؛

ذ- وفي عام 2006م حصل ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت (70%)؛

<sup>1</sup> دفع الله المكّي حسن الرضي، المرجع السابق الذكر، ص:50.

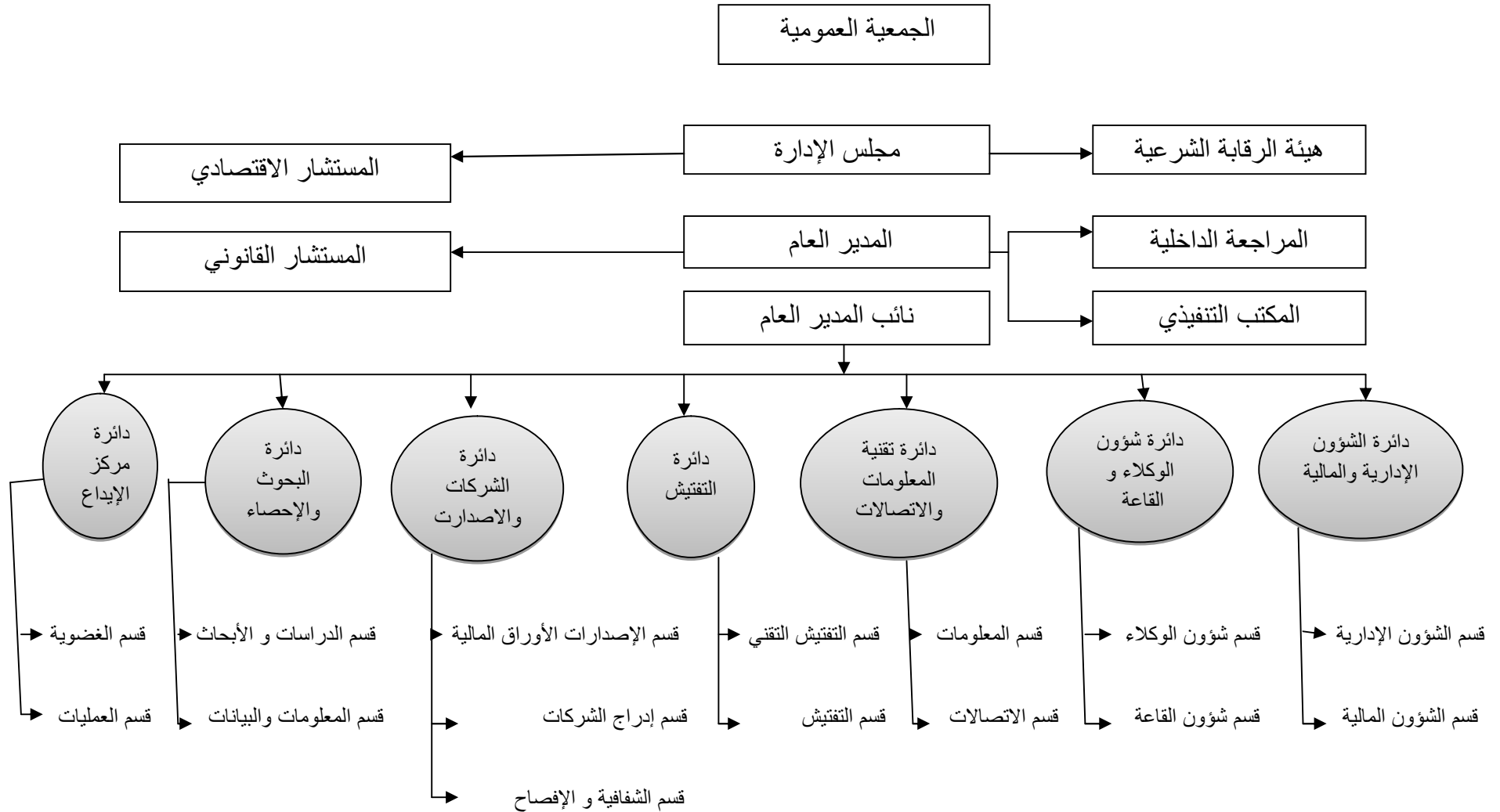
## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- ر- وفي عام 2007م تم انضمام سوق الخرطوم للأوراق المالية لاتحاد البورصات الإفريقية، وبدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع؛
- ز- في عام 2008م اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني ، وتم إدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي<sup>1</sup>؛
- س- في عام 2009م بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني بسوق الخرطوم للأوراق المالية والذي بدأ العمل بها فعليا في عام 2011م؛
- ش- في عام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية الذي بلغ 2.2 مليار جنيه مقارنة بمبلغ 2.4 مليار جنيه. كما شهدت عدد الأسهم والعقود المتداولة ارتفاعا وعدد الصكوك المتداولة انخفاضا؛
- ص- وفي عام 2011م واصل حجم الارتفاع عن العام السابق وفي 2012م بدأ العمل ببرنامج التداول الإلكتروني ، حيث تم تركيز وتشغيل الأنظمة المختلفة وتدريب كافة العاملين والوسطاء عليها، وفي العام 2014م تم إجازة لائحة غسيل أموال الشركات الأوراق المالية ولائحة الشركات المساهمة العامة، وتدشين موقع السوق الإلكترونية بعد إعادة تصميمه بالإضافة إلى الاتفاق مع مصرف البركة ليصبح مصرف التقاص والتسوية النقدية لعمليات التداول؛
- ض- وفي عام 2007م حصل سوق الخرطوم للأوراق المالية على جوائز عالمية وإقليمية.
- ثانيا: الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية: بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية سنحاول تقديم هيكل تنظيمي له، موضح في أدنا.
- الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

<sup>1</sup> دفع الله المكّي حسن الرضي، المرجع السابق الذكر، ص:50.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية



المصدر: التقرير السنوي 2018م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ثالثا: الأهداف والرسالة والرؤية المستقبلية للسوق: وتتمثل فيما يلي:

#### 1- أهداف السوق: وهي كالآتي:<sup>1</sup>

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء؛
- تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني؛
- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية؛
- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور؛
- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين؛
- اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية؛
- إبرام العقود والاتفاقيات ذات الصلة باختصاصاته وسلطاته؛
- تملك الأموال الثابتة والمنقولة الأزمة لمزاولة أنشطته.

#### 2- الرؤية المستقبلية: ترقية الصناعة المالية في السودان عن طريق:

- نشر وتعزيز الثقافة المالية بالبلاد؛
- حوكمة الأداء بالأسواق المالية السودانية؛
- تعزيز مسيرة التنمية الاقتصادية بالبلاد؛
- الاستفادة من فرص الاستثمار المالي المتاحة محليا وإقليميا و عالميا؛
- بناء وتعزيز الروابط بين المؤسسات المحلية والإقليمية والدولية؛
- بناء سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية.

<sup>1</sup> التقرير السنوي 2013م لسوق الخرطوم للأوراق المالية، ص: 8، 7.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### 3-رسالة السوق:

أن يلعب سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً رئيسياً في مجال الصناعة المالية من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمهنية والمصداقية خلال السنوات القادمة، وذلك عن طريق إصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والقانونية بهدف إنشاء سوق أفعال يسعى لتعزيز دوره في البنية الاقتصادية المستدامة وسلامة المستثمرين والمتعاملين فيه.<sup>1</sup>

#### 4-تقنيات الإدراج في السوق: فيما يخص بتقنيات الإدراج في سوق الخرطوم للأوراق المالية فهي على الوجه التالي:<sup>2</sup>

أ- طلبات الإدراج: يجب على الشركات القائمة والمؤسسات العامة السودانية والسلطات المحلية التي تطرح أوراقاً مالية من خلال إصدارات جديدة أن تقدم طلباً لمجلس إدارة السوق لإدراج هذه الأوراق للتعامل بها خلال مدة أقصاها شهران من تاريخ استكمال إجراءات هذا الإصدار.

ب- الامتناع عن الإدراج: يحق لمجلس الإدارة للسوق فرص عقوبات مالية على أي عضو يمتنع عن إدراج أوراقه دون سبب مشروع على أن يحدد مجلس تلك العقوبة وفي حالة الامتناع عن الإدراج يعرض مجلس إدارة السوق الجزاء المالي الذي يراه مناسباً كل ستة شهور.

ت- النزاهة السرية: لا يحق لإدارة شركات المساهمة العامة والمؤسسات والهيئات العامة والسلطات المحلية، وأي من موظفيها إفشاء أسماء المتعاملين وأحجام تعاملهم بالأوراق المالية.

ث- التعامل في ظل معلومات غير معلنة: لا يحق لأي شخص أن يتعامل في الأوراق المالية في السوق بناء على معلومات غير معلنة أو مفسح عنها وعلم بها بحكم منصبه، وإذا أدى مثل هذا التعامل إلى جني منفعة أو تجنب خسارة يعتبر ذلك التصرف باطلاً.

ج- حظر التعامل في السوق الثانوية: يحظر التعامل في السوق الثانوية على موظفي شركات الوكالة وموظفي السوق.

ح- تسجيل ملكية الأوراق المالية: على أي جهة مصدرة للأوراق المالية أو وكلائها تسجيل ملكية الأوراق المالية القابلة للتداول والتي يتم بيعها أو شراءها أو تحويلها أو نقل ملكيتها في

<sup>1</sup> التقرير السنوي 2013م لسوق الخرطوم للأوراق المالية، ص: 8.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 292.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

السوق دون قيد أو شرط، بغض النظر عن قانونها أو عقد تأسيسها ونظامها، باستثناء الحالات التالية:

- إذا كانت الأوراق المالية محجوزة أو مرهونة.
- إذا كانت شهادة الملكية مفقودة.

#### خ- إجراءات طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام: تتمثل الإجراءات في الآتي:<sup>1</sup>

- يجب على الجهات الراغبة في إدراج أوراقها المالية في السوق تقديم ملخص واف عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي تمارسها؛
- تتم الموافقة من قبل مجلس السوق على نشرات الإصدار وشروطها بعد دراستها ومراجعتها والتحقق من صحة البيانات والمعلومات الواردة في الإعلانات المتعلقة بهذه النشرات؛
- يجب على شركات المساهمة العامة والمؤسسات والهيئات العامة التقيد بنماذج نشرات الإصدار التي تصدر عن السوق عند طرحها أوراقا مالية للاكتتاب العام؛
- يتم تنظيم مواعيد إصدارات الأوراق المالية بطريقة تكفل سرعة انسياب وكفاية الأموال المتاحة لتغطية هذه الإصدارات وبما يضمن المحافظة على توازن سوق رأس المال.

رابعا: نشاط الصكوك الإسلامية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2013-2017م):

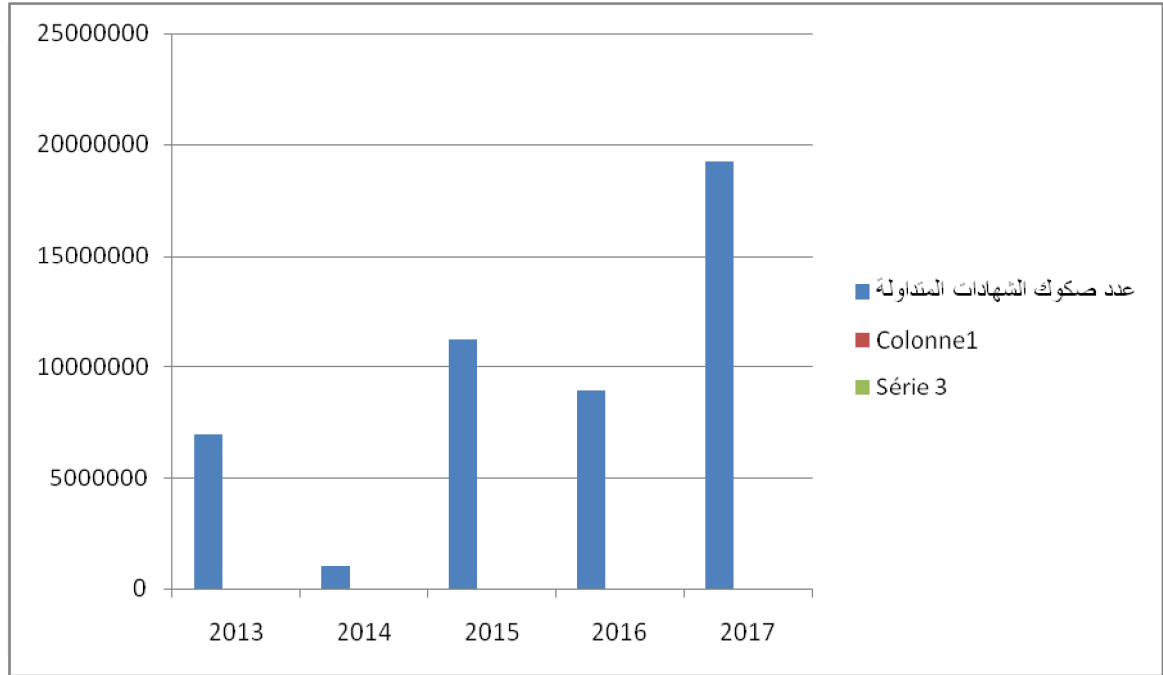
نلاحظ من خلال الشكل (3،1) أدناه، أن عامي 2013 و2014م شهدا تراجعاً في عدد صكوك الشهادات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية حيث سجل عام 2013م أعلى نسبة تراجع شهدت هذه الفترة مقارنة مع 2014م، إلا إن الاتجاه العام لعدد صكوك الشهادات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ظهر في تزايد في عام 2015م، وفي عام 2016م عاد إلى الانخفاض مجدداً، وفي عام 2017م حدث تزايد كبير، حيث شهد أكبر عدد في صكوك الشهادات المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد ، المرجع السابق الذكر،ص:293.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

الشكل رقم (3،1): عدد تداول صكوك الشهادات بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م):



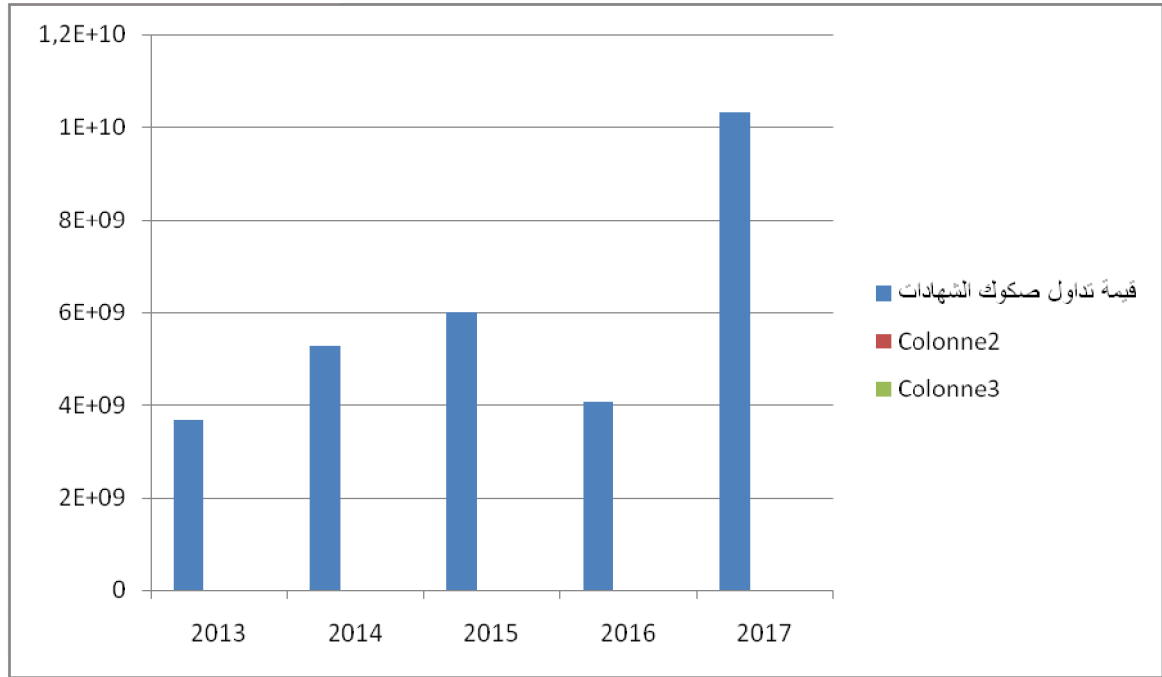
المصدرة: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على التقرير السنوي الثالث و العشرين 2017م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

أما في ما يخص لقيمة تداول صكوك الشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية، فنلاحظ في الشكل (3،2)، أن الاتجاه العام لقيمة تداول صكوك الشهادات في تزايد مستمر خلال السنوات (2013-2015م)، أما في عام 2016م، حدث تراجع لقيمة صكوك الشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وفي عام 2017م شهد أكبر قيمة تداول لصكوك الشهادات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م).

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

الشكل (3،2): قيمة تداول صكوك الشهادات بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م):



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

### المطلب الثالث: تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية:

هناك مخاطر تم إصدارها، قد يتعرض لها حملة الصكوك الإسلامية من أهمها:<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سبق ذكره، ص:60.



## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ثانياً: مخاطر الثقة (السمعة): تعاني الصكوك الإسلامية السودانية في المدة الأخيرة من هذا النوع من المخاطر،<sup>1</sup> حيث يشكك البعض ومن داخل السودان في شرعيتها من عدة نواحي، منها أن العوائد الموزعة على حملة الصكوك الإسلامية لا يتم سدادها من إيرادات موجودات الصكوك، وإنما تعتبر ديون نقدية على الحكومة تقدم بسدادها من مصادر أخرى، كالضرائب والزكاة والاستدانة وغيرها، والتشكيك في ملكية حملة الصكوك لموجودات الصندوق الذي أنشئ لإصدارات تلك الصكوك على أنها وهمية وغير حقيقية، وكذا عدم وضوح طبيعة التعاقد في آلية الصكوك، وإن طريقة حساب العائد الدوري تتم بالاسترشاد بمعدل الفائدة (libor).

هذه الشكوك من شأنها أن تؤدي بالصكوك الحكومية السودانية إلى مساواتها بالسندات التقليدية، وبالتالي أداة مالية غير متوافقة مع الشريعة على عكس مما جاءت عليه.

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:60.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### المبحث الثاني: محاولة لتحديد الآليات في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية:

سنحاول من خلال هذا المبحث رصد لأهم آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية الموجودة في السودان، وفي حدود بحثنا واطلاعنا وقفنا على الآليات الآتية، والتي من الممكن أن تساهم في إدارة مخاطر الصكوك، منها ما يلي :

#### المطلب الأول: الجهات الرقابية ودورها في الضبط الشرعي للصكوك الإسلامية السودانية:

لقد استطاع مصرف السودان المركزي وبالتعاون والتنسيق التام من الهيئة العليا للرقابة الشرعية أن يبتكر تلك الصكوك، والمعتمدة على القواعد الشرعية الإسلامية، وتلك لإدارة السيولة في الاقتصاد وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة وعمليات التنمية دون خلق ضغوط تضخمية، وفي سبيل تطبيق النظام الإسلامي وتحقيق الرقابة عليه فان مصرف السودان عمل على إنشاء الإدارات المتخصصة لإجراء عمليات الرقابة والتفتيش، كما اصدر المعايير الإسلامية المحاسبية والرقابة الملزمة لتطبيقاتها في المؤسسات المالية السودانية، وسنحاول من خلال ما يلي التطرق إلى دور الهيئات الرقابية في الضبط الشرعي لهذه الصكوك.

#### أولاً: الإطار العام لهيئات الرقابة الشرعية ودورها في الضبط الشرعي:

على الرغم من أن مفهوم الرقابة في المؤسسات المالية بصفة عامة، سواء كانت تقليدية أو إسلامية، لا يتباين كثيراً في مبتغاه وأهدافه، فمفهوم الرقابة الشرعية يتميز بخصوصية نابعة من نوعية المعاملات التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية، حيث عرفت الرقابة الشرعية متابعة وفحص وتحليل الأنشطة والأعمال والتصرفات والعمليات التي تقوم بها المؤسسة للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وذلك باستخدام الوسائل والأساليب الملائمة المشروعة،<sup>1</sup> مع بيان المخالفات والأخطاء وتصويبها ووضع البدائل المشروعة لها، وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية متضمنة إبداء الرأي الشرعي والقرارات والتوصيات والإرشادات لمراجعتها وتحقيق الكسب الحلال، وقد نص في القوانين والمنشورات الصادرة عن الهيئة العليا

أحمد عبد العفو مصطفى العليات، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية في نابلس (فلسطين)، 2006م، ص: 56.

# الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

## السودانية

للمراقبة الشرعية بالسودان عبر مصرف السودان المركزي على أن يكون لكل مصرف إسلامي هيئة للمراقبة الشرعية، تتعاون مع إدارات وأجهزة المصرف لأداء المهمة المذكورة أعلاه.

### 1- الهيئة العليا للمراقبة الشرعية:

أصدر وزير المالية والتخطيط الاقتصادي بالتشاور مع محافظ مصرف السودان قراراً بإنشاء الهيئة العليا للمراقبة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، حيث بدأت الهيئة العليا للمراقبة الشرعية أعمالها عام 1992م، وتماشياً مع القرارات الصادرة بإلغاء الصيغة الربوية في معاملات الدولة المالية الاقتصادية، وإزالة كل أشكال المعاملات الربوية في المعاملات المالية في مصرف السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالاً مصرفية، وهي عبارة عن هيئة مستقلة في أدائها للمهام الموكلة إليها، ولكنها تعمل بالتنسيق والتعاون مع مصرف السودان المركزي كما أن إدارات المصرف المتخصصة هي الذراع التنفيذي الفعال لإنزال فتاوى الهيئة وقراراتها إلى واقع التنفيذ العملي، ويهدف إنشاء الهيئة العليا للمراقبة الشرعية<sup>1</sup>، إلى ما يلي:

- أ- مراقبة ومتابعة مدى التزام مصرف السودان والمصارف والمؤسسات المالية التي تمارس أعمالاً مصرفية بتطبيق الصيغ الشرعية الصيغ الإسلامية؛
- ب- تنقية النظام المصرفي من الشوائب الربوية في المعاملات المالية والاقتصادية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية.<sup>2</sup>

### 2- المعايير المحاسبية الإسلامية:

تأسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية، حيث يعتبر مصرف السودان المركزي من المصارف المركزية المؤسسة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والتي تم تسجيلها في مارس 1991م في دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى للربح، حيث تهدف هذه الأخيرة إلى تطوير فكر المحاسبة والمراجعة، والمجالات المصرفية ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية، ونشر فكر المحاسبة والمراجعة المتعلقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية وتطبيقاته عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية، وإعداد الأبحاث والتقارير أو غير ذلك من الوسائل، ويهدف

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص: 313.  
محمد عوض العبيد علي، هيئات الرقابة الشرعية ودورها في تقليل مخاطر عدم التزام المصارف بالضوابط الشرعية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات المصرفية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014م، ص: 18.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

من إصدار وتطبيق النشاط المصرفي وفق أحكام الشريعة، ويعتمد المصرف على هذه المعايير في تنفيذ عمليات الرقابة.<sup>1</sup>

#### 3- المعايير الرقابية الإسلامية:

كذلك كان للمصرف المركزي دورا فاعلا رئيسيا في إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية، حيث يعتبر مصرف السودان المركزي من أوائل المصارف المركزية التي ألتزمت بتطبيق معايير هذا المجلس بل إلزام جميع المصارف السودانية للعمل بها وتطبيقها، وقد عمل مصرف السودان المركزي على إنشاء وحدة خاصة بالمعايير الإسلامية كما أصدر المنشورات الملومة للمصارف بتطبيق معايير المجلس ومن ذلك: معيار كفاية رأس المال، متطلبات الشفافية والإفصاح،<sup>2</sup> ومن خلال هذا يمكن القول على أن مجلس الخدمات المالية الإسلامية عبارة عن هيئة دولية تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاع المصارف، سوق المال، والتكافل (التأمين الإسلامي)، ويعد مجلس الخدمات المالية الإسلامية أبحاثا تتعلق بهذه الصناعة، وينظم ندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب الاهتمام بهذه الصناعة، وقد اصدر قانون عام 2002م في ماليزيا بإنشائه كمنظمة دولية ذات امتيازات خاصة، وافتتحت أعماله في نوفمبر من نفس العام، ركز هذا المجلس أيضا على تنمية وتطوير أدوات وصكوك إدارة المخاطر الإسلامية من خلال التدريب على البحوث والمساعدة التقنية.<sup>3</sup>

#### 4- المعايير الأخلاقية:

يعتمد المصرف المركزي على وسيلة الإقناع الأدبي للمصارف في تطبيق الصيغ والمعاملات الإسلامية مستندا في ذلك إلى النواحي العقائدية والسلوكية التي نصت عليها الشريعة الإسلامية، والتي يلتزم بها المسلمون مثل عدم الاستغلال، ومنع الاحتكار، كما يسعى إلى استغلال الجانب الروحي لدى المسلمين لخدمة أهداف المجتمع.

شرقي عمر ، دور هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في دعم وتطوير الصناعة المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف1 (الجزائر)،<sup>1</sup> يومي 5-6 ماي 2014م، ص: 6، 4.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 314.

مسعودة نصبة، فلة عاشور، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في دعم الصناعة المالية الإسلامية والعمل المصرفي، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، جامعة بسكرة (الجزائر)، 2017م، ص: 239.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ثانيا: آليات الرقابة (المراقب الشرعي - المفتش المصرفي):

عمل مصرف السودان على إصدار اللوائح والمنشورات والتوجيهات والمعايير الحاكمة والمنظمة للعمل المصرفي، حيث يمارس مصرف السودان أنماطا متعددة من الرقابة منها المباشرة مثل التفتيش الميداني المصرفي والشرعي ويكون ذلك ذات صلة مباشرة بالمصارف والتفتيش الشرعي،<sup>1</sup> إضافة إلى ذلك فقد ألزم المصرف المركزي المصارف بتعيين أحد علماء الاقتصاد والشرعية ليكون مراقبا شرعيا للمصارف، ويهدف التفتيش الذي يقوم به المصرف السوداني إلى بناء نظام مصرفي سليم ومعافى، وفق الأسس المصرفية السليمة وفي إطار القوانين واللوائح والمنشورات المنظمة للعمل المصرفي في السودان وتتلخص جل الأهداف في الآتي:<sup>2</sup>

- 1- التأكد من سلامة الموقف المالي والسيولة، وموقف الربحية؛
- 2- التأكد عموما من التزام المصرف بتوجيهات مصرف السودان؛
- 3- التأكد من كفاءة وفعالية نظام الرقابة الداخلية وسد أوجه القصور فيه؛
- 4- تقييم مستوى الإدارة بما في ذلك مجلس الإدارة والمدير العام؛
- 5- مدى كفاءة هيكل التنظيم الإداري لتحقيق أهداف المؤسسة.

وهناك الرقابة الغير مباشرة تتم عبر الرواج الالكترونية التي تصل للمصرف المركزي من المصارف والمؤسسات المالية.

ثالثا: الضبط والرقابة الشرعية على الصكوك.

إن مصرف السودان المركزي وفي سبيل إدارته للسياسة النقدية والسيولة في الاقتصاد، قام وبالتعاون والتنسيق التام مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية إلى ابتكار واستحداث الصكوك كأدوات وآليات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية للاقتصاد، والتي تم طرحها عبر شركة السودان للخدمات المالية والتي أنشأها مصرف السودان لهذا الغرض.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد ، المرجع السابق الذكر ، ص:314.  
عبد المنعم محمد الطيب، آليات تطبيق الضبط المؤسسي في المصارف السودانية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد01، أكاديمية  
السودان للعلوم المصرفية والمالية(جمهورية السودان)، ديسمبر 2014م، ص:10.  
<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:314،315..

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

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

تلعب الهيئة العليا للرقابة الشرعية دوراً رئيسياً وأساسياً في إصدار الصكوك الإسلامية في السودان ولا يتم إصدار الصكوك والشهادات وطرحها إلا بعد اعتماد الهيئة لها وأجازتها بعد عدة قراءات ومناقشات ومراجعات ويبدأ دور الهيئة منذ التفكير في إصدار الورقة المالية مروراً بدراساتها وتصنيفها الشرعي وتكييفها تحت أحد العقود الإسلامية المعروفة (مثل المشاركة أو الإجارة...) 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. كما أن لها دوراً هاماً في عمليات التصفية عقب انتهاء الأجل وعموماً فإن الصكوك والإصدارات المالية الإسلامية لا تصدر إلا بعد الدراسة الوافية والإقرار من الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالمصرف والمؤسسات المالية الأخرى. كما أن صكوك الدولة والمصرف 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 نيابة 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 قبلية وفي أثناء التنفيذ ومن بعده. كما أن الصك لا يصدر إلا بعد إعداد نشرة وافية للإصدار وبها إقرار من الهيئة الشرعية للجهة المصدرة.<sup>1</sup>

وتحرص هيئات الرقابة الشرعية على موافقة 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. وفقاً لهذا الدور الهام للهيئة العليا للرقابة الشرعية فإن قانون إنشائها قد نص على أن يكون أعضائها من علماء الشريعة الإسلامية. الذين لهم الهام كاف بفقهاء المعاملات، 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 كفاءة ومؤهلات الهيئة المصدرة لها، ولا يقتصر دور الهيئة العليا والمصرف المركزي على إصدار المرشد وإعلان الصيغ فحسب وإنما يمتد إلى مراقبة عمليات تنفيذ التمويل عبر هذه الصيغ عن طريق الرقابة الميدانية عبر التفتيش المصرفي وعبر الرواجع ومن خلال المراقب الشرعي الذي فرض المصرف المركزي على المصارف التجارية تعيينه لمراجعة عقود هذه المعاملات والتنبيه للأخطار المصاحبة للتنفيذ كما ألزم المصرف المركزي

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص: 315.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

المصارف بتكوين هيئات الرقابة الشرعية لديها لإكمال حلقة التدقيق ويعتبر تقدير هيئة الرقابة الشرعية للمصرف ( والذي يفيد بتقيد المصرف بإحكام الشريعة في تنفيذ جميع معاملاته) أحد التقارير الهامة والمكملة للتقارير الختامية للمصرف شأنه في ذلك شأن تقرير المراجع الخارجي.

وعملا بمبدأ الثواب والعقاب فان المصرف المركزي قد أصدر لائحة الجزاءات الإدارية والمالية ليتم عبرها محاسبة المصارف للمخالفات والتوجيهات الصادرة منه والتي قد تصل في بعض الأحيان إلى إلغاء رخصة المصرف فضلا عن خطر كبار الموظفين من العمل في الجهاز المصرفي.

جدير بالذكر 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.

### المطلب الثاني: تحديد أهم الآليات المطبقة في إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

هناك طرق أخرى تتم من خلالها الوقاية من مخاطر الصكوك الإسلامية في السودان، وبعض هذه الآليات تتمثل في ما يلي:<sup>1</sup>

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

**ثانياً: الاحتياطات:** الاعتماد على الاحتياطات وتقديم الضمانات (الكفالة وضمان طرف ثالث) خاصة من قبل مصرف السودان المركزي، حيث نص على ذلك كل من قانون صكوك التمويل 1990م، ونشرات الاكتتاب.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد ، المرجع السابق الذكر، ص:317،318.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ثالثا: الضمان: يعتبر الضمان هو الآخر إحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومن أهم عوامل نجاح عملية تسويقها وبيعها في أسواق رأس المال.<sup>1</sup>

رابعا: دراسة الجدوى: الاعتماد على دراسة الجدوى في تحديد نسب الأرباح المتوقعة لعوائد الصكوك الحكومية، وقد اكتفت شركة السودان للخدمات المالية في موقعها الإلكتروني و في نشرات الإصدار، بالإعلان عن أن نسبة الأرباح المتوقعة لإصدارات الصكوك كانت بناء على مؤشرات دراسة الجدوى، لكن دون توضيح وذكر تفاصيل عن تلك الدراسة.

### المطلب الثالث: آليات جديدة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية.

بالإضافة إلى الآليات التي سبق ذكرها، نحاول اقتراح بعض الآليات التي من شأنها تقليل مخاطر الصكوك الإسلامية، ويمكن أن تجعل منها أداة مالية إسلامية تكون أساسا لحساب تكلفة الفرصة البديلة من منظور إسلامي، وهي على النحو التالي:

#### أولا: الاقتراح الأول (التأمين الإسلامي):

يعد التأمين التعاوني (الإسلامي) إحدى الآليات الإسلامية المستحدثة التي لم تكن لها وجود في الفقه الإسلامي للحماية ضد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وخاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول،<sup>2</sup> حيث يمكن من خلال التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة المخاطر التي قد تتعرض لها. وفي ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني في السودان، نرى أنه لا توجد صعوبات في تطبيق هذا الاقتراح (التأمين التعاوني)، وأن للسودان الإمكانيات والمتطلبات الأساسية في تطبيق هذا الاقتراح ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، والتي ترجع تجربته إلى عام 1978م، حيث بدأت المسيرة التطبيقية بإنشاء مصرف فيصل الإسلامي السوداني لشركة التأمين الإسلامية، باعتباره أول شركة تأمين تعاونية إسلامية في العالم، والتي كان لإنشائها الأثر الكبير في تحويل قطاع التأمين بالسودان نحو نظام التأمين التعاوني الإسلامي وفي غيره من البلدان، حيث أنشأت معظم المصارف الإسلامية هناك شركات تأمين إسلامية تابعة لها، كما فعل مصرف البركة السوداني عام 1984م والمصرف الإسلامي السوداني في عام 1983م، وعممت التجربة لتشمل التأمين التكافلي الطويل الأجل على أسس إسلامية، وتطورت تطبيقات فكرة التأمين التعاوني

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سبق ذكره، ص:64.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:319،320.



## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

الإسلامي لتصبح الزاميته قانونا ونظاما بالسودان، وباعتبار هذه الأخيرة صاحبة السبق في إنشاء أول شركة تأمين تكافلي في العالم الإسلامي، إلا أننا لا نجد شركات تأمين متخصصة في التأمين على مخاطر الصكوك الإسلامية السودانية رغم الأهمية البالغة لهذه الصناعة في البلد، مع أن هناك تجارب دولية في هذا المجال منها المؤسسة المالية الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات التابعة للمصرف الإسلامي للتنمية بجدة.<sup>1</sup> لذلك نرى أن للسودان لها الأسبقية التاريخية في تبني التأمين الإسلامي بشكل خاص لما لها من إمكانيات ومتطلبات في تطبيق التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، والعمل المالي الإسلامي كمشروع دولة بشكل عام من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين إسلامية متخصصة في ذلك، ويكون عن طريق إنشاء صندوق ضمان خاص للصكوك الحكومية المصدرة فيفي 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.

وفي حالة الصكوك الإسلامية السودانية يقوم المصدر ممثلا بشركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإنشاء أو الاشتراك في صندوق للتأمين وإعادة التأمين ضد مخاطر الصكوك الإسلامية بسداد أقساط الاشتراك فيه عند كل إصدار ويزيد رأس مال الصندوق بزيادة عدد الإصدارات الحكومية، ويساعد 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.

وفي بداية تطبيق هذه الآلية لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية، نقترح السماح للدولة للمؤسسة الإسلامية لتأمين وائتمان الصادرات التابعة للمصرف الإسلامي للتنمية (جدة)، بفتح فرع أو فروع لها بالسودان بهدف نقل خبراتها في هذا المجال إلى شركات التأمين السوداني القائمة بإضافتها قسم جديد في نشاطها يتضمن التأمين ضد مخاطر الصكوك، أو حتى الترخيص بفتح مؤسسات تأمين إسلامية متخصصة في ذلك من خلال تشجيع الدولة لها بمنحها امتيازات وتسهيلات جبائية ومالية إذا أمكن.

**ثانيا: الاقتراح الثاني (تطبيق الحوكمة).**

في ظل اقتراحنا للحوكمة كإحدى آليات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية والمساعدة على تدنيها،<sup>2</sup> حيث تعتبر الحوكمة عاملا من عوامل تحقيق كفاءة الإدارة والرقابة على الصكوك المالية الإسلامية وسر

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مرجع سبق ذكره، ص:66.  
<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:322.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ربحيته ونموها وأمرًا ضروريًا لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال هذا الأخير نحاول اقتراح بعض السياسات التي من شأنها تطوير هذه الحوكمة<sup>1</sup>، وستتناول ذلك من خلال:

- 1- بالنسبة للمؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية في السودان: ونقترح ما يلي:<sup>2</sup>
  - أ- ضرورة تكوين لجنة وطنية لدراسة ووضع منهج واضح لتطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات المالية العامة العاملة والمتعاملة بالصكوك الإسلامية، وتحديد الآليات المناسبة لضمان تطبيقها بصورة سليمة تتوافق مع الظروف والتحديات المحلية؛
  - ب- ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الإسلامية السودانية من قبل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (البحرين)، والتي تراعي في تصنيفها الضوابط الشرعية لهذه الصكوك؛
  - ت- ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الإسلامية السودانية من قبل وكالات تصنيف معترف بها دوليًا، حيث يعد ذلك مؤشرًا مهمًا للمستثمرين في الإصدارات السيادية، وحتى تلقى القبول في الأسواق الدولية؛
  - ث- ضرورة تعديل قانون صكوك التمويل لسنة 1995م، وحتى يتماشى مع المتغيرات السائدة، وأن يضم توضيحا لعمليات تصكيك الأصول من جهة الشركة ذات الغرض الخاص، وضوابط جهة الإصدار (الحوكمة)، والبيع الفعلي، وجوانب حول حالات الفائض والعجز في السيولة والرجوع للمنشئ، والتوضيح الجيد لطبيعة التعاقد بين حملة الصكوك وشركة السودان للخدمات المالية، مع ضرورة ذكر وتوضيح لحالات النزاع وطرق علاجها بين أطراف عملية التعاقد ( حملة الصكوك والحكومة) حتى يكون ذلك للمستثمرين سندا قانونيا أو شرعيا يقوي حجتهم في حالة وقوع خلاف بينهم وبين الحكومة؛<sup>3</sup>
- ج- تعيين جهات مستقلة عن الحوكمة لإعطاء مصداقية وشفافية أكثر في إثبات حالات الخسارة (أي أنها ناتجة عن إهمال وتقصير المضارب أم لا)، ذلك أن الخسارة يتحملها حملة الصكوك، وتحمل الدولة ممثلة في شركة السودان للخدمات المالية الجهد الذي بذلته في إدارة

بربري محمد أمين، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2018م، ص:40.

<sup>2</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:67.

<sup>3</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:68، 69.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

- موجودات هذه الصكوك، ومن الصعوبة في حالة النزاع إثبات تقصير الحكومة وإهمالها إلا بوجود جهات خاصة ومستقلة عن الدولة تثبت ذلك ، وتمتع بالمصداقية والشفافية؛
- ح- ضرورة وجود تقارير دورية عن حالة موجودات الصكوك الحكومية المصدرة أو في المشروعات الممولة وهي مفيدة للتنبؤ بالعائد، والتخارج عند توقع ضعف الأداء؛
- خ- ضرورة القيام بجميع إجراءات البيع الأزيمة والتصريح بها وإرفاقها عند كل نشرة إصدار، مع وجود رقابة مالية وشرعية خارجية مستقلة، هذه الأخيرة مهمة جدا لضمان ما يسمى بالحوكمة الشرعية؛
- د- ضرورة الفصل بين الوظائف المحاسبية والمراجعة وتقييم الأصول من قبل ديوان المراجعة العامة، وهو جهة حكومية حتى يضمن ذلك مصداقية أكبر على هيكل الإصدارات الحكومية فيما لو تمت من قبل مراجع خاص أو خارجي؛
- ذ- ضرورة وجود نشرة إصدار عند كل طرح، والإفصاح فيها عن جميع المخاطر المتوقعة وليس الاقتصار على مخاطر الائتمان فقط، كما في حالة نشرة اكتتاب صرح وشهامة، وفي بند منفصل وحسب المعايير الدولية المستحدثة، تجعل من الإصدارات الحكومية السودانية أكثر شفافية ومصداقية، كما يترك للمستثمر الخيار كاملاً، وبالتالي يتحمل نتائج خياراته.
- 2- بالنسبة لسوق الخرطوم للأوراق المالية، باعتباره السوق الثانوية لتداول الصكوك الحكومية السودانية: ومن أهم العوامل التي ساهمت في نجاح تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الاستثمارية الحكومية لمدة تزيد عن عقد من الزمن، ونقترح ما يلي:<sup>1</sup>
- أ- الإسراع بتطبيق المبادئ الأساسية للحوكمة في السوق؛
- ب- بناء مؤشر لسوق الصكوك الإسلامية السودانية لتحديد سعر القيمة العادلة للشهادة؛
- ت- تفعيل مشروع صناع السوق، والذي من شأنه أن يوجد التوازن بين العرض والطلب، ويمنع المضاربات؛
- ث- ضرورة اعتماد هيكل تنظيمي جديد و متطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للسوق لمواجهة التحديات المستقبلية، من خلال استحداث أقسام وإدارات جديدة في بنية الهيكل التنظيمي ، والتي تعد ضرورية لترسيخ مفاهيم الحوكمة والضبط المؤسسي،

<sup>1</sup> سليمان الناصر ، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:70.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

ومن أهمها إنشاء قسم خاص يعنى بإدارة مختلف مخاطر السوق المالية، والشرعية والتشغيلية والإستراتيجية وغيرها، والتي نراها مفقودة في البنية التنظيمية للسوق حاليا، مع إلغاء الجمع بين رئاسة مجلس إدارة السوق ورئاسة مجلس إدارة مصرف آخر والمتمثل حاليا في محافظ مصرف السودان المركزي؛

ج- ضرورة تطوير قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث أنه ومنذ صدوره في العام 1994م، لم يشهد أي تعديلات لاستيعاب التغيرات الجديدة في البلاد، كما يفتقر القانون إلى وجود عقوبات مالية وإدارية رادعة ضد الجهات المخالفة لنصوصه؛

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

خ- من بين أهم السياسات أيضا ، ضرورة العمل على إنشاء جهة رقابية إشرافية على السوق، وكحل مبدئي يمكن تبني حزم الرقابة المطبقة في مصرف السودان المركزي بواسطة سوق الخرطوم للأوراق المالية مع مراعاة اختلاف طبيعة النشاط المصرفي عن أنشطة الاستثمار بالأوراق المالية، وبعد تكوين هيئة سوق المال يعاد تنظيم جميع أعمال السوق وفقا لسلطاتها الواردة في القانون.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، المرجع السابق الذكر، ص:70.

## الفصل الثالث: متطلبات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

### السودانية

#### خلاصة الفصل:

لقد توصلنا من خلال هذا الفصل بدراستنا للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م)، حيث تعد التجربة السودانية في مجال إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية رائدة ومميز، إذ لقيت الصكوك الإسلامية الحكومية السودانية اعترافا كبيرا كمنتج مالي إسلامي يستجيب لتعبئة الموارد وتمويل المشاريع ، فان التعامل بهذه الصكوك أفرز العديد من المخاطر المرتبطة بها، والتي تتطلب آليات لإدارة هذه المخاطر وفق الضوابط الشرعية ، وهو ما حاولنا التطرق إليه من خلال هذا الفصل.

الأخلاق  
التي  
تتم  
بها

من خلال ما سبق، تبين أن الصكوك الإسلامية، ورغم كل الصعوبات والعوائق التي تواجهها تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير وأهمية بالغة في تطوير الأسواق المالية عموماً وفي تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية خصوصاً، حيث تعد الصكوك الإسلامية من أبرز ما ابتكرته الهندسة المالية الإسلامية ونقله نوعية وكيفية في الأدوات المالية الإسلامية.

حيث تعتبر التجربة السودانية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية رائدة ومميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية، وبالرغم من أن التجربة منذ عام 1995م إلى أن أغلقت إصداراتها محلياً. وقد توصلنا من خلال هذا الفصل بدراستنا للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017م)، أنها تمثل عماد السوق وتعتبر أكثر الأسواق المالية العربية تداولاً للصكوك الإسلامية. ومن خلال هذا نستخلص جملة من النتائج التي من خلالها يمكن إثبات أو نفي فرضيات البحث ومن ثم الإجابة عن إشكالية البحث المطروحة.

### اختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات التمويل الإسلامية التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية، تم تأكيدها حيث كان للهندسة المالية الإسلامية الفضل الكبير في ابتكار وتطوير أداة مالية مستحدثة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، وقادرة على تقديم حلول خلاقة لمشكلة التمويل، وتمثل هذه الأداة في الصكوك الإسلامية، فهي تعتبر مثلاً واضحاً للاستجابة لتطورت البيئة المالية الدولية.

**الفرضية الثانية:** إن وجود مخاطر تنفرد بها الصكوك الإسلامية يتطلب وجود آليات ملائمة لإدارة مخاطرها، وقد أثبتت الدراسة صحة الفرضية حيث أن الصكوك الإسلامية تتعرض إلى مخاطر مختلفة وهي ما يطلق عليها بمخاطر صيغ التمويل، على غرار المخاطر العامة التي تتعرض لها سائر الأوراق المالية سواء أكانت تقليدية أو الإسلامية، وللتعامل مع هذه المخاطر هناك ما يسمى بإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية والتي من شأنها التقليل من المخاطر وذلك من خلال إتباع مجموع من الآليات من طرف الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية.

**الفرضية الثالثة:** تعتبر تجربة السودان في مجال إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية رائدة ومميزة خاصة في مجال الصكوك الحكومية، تم تأكيدها باعتبارها أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية مستوفية للمتطلبات الشرعية حيث تساهم وبشكل فعال في تعبئة الموارد وتمويل عجز الموازنة العامة، وتمويل الأصول والمشروعات

الحكومية وفي نفس الوقت تعد أداة تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

### نتائج الدراسة:

- تعتبر الصكوك الإسلامية من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تم ابتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكبديل لأدوات الاستثمار التقليدي.
- تعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المالية الإسلامية التي إن وفرت لها متطلبات النمو والنجاح والاستقرار من تشريعات تضبطها، ومؤسسات تستخدمها وأسواق تستقطبها، فسيكون لها مردود هائل على المصارف الإسلامية، من حيث الأهمية الكبرى له فهو المنتج الذي يعتبر نقلة نوعية في تطوير الأدوات المالية الإسلامية.
- رغم التطورات التي شهدتها الصكوك الإسلامية إلى أنها لم تنضج بالشكل الكافي، مما جعلها تواجه مجموعة من المعوقات القانونية منها والشرعية والتنظيمية والتي قد تحد من نموها محليا وعالميا.
- تتعرض الصكوك الإسلامية إلى العديد من المخاطر كغيرها من الأوراق المالية التقليدية (الربوية)، منها ما تختص به دون غيرها من الأوراق المالية، وتتمثل في مخاطر صيغ التمويل.
- تتعدد آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية منها دراسة الجدوى والضمانات والاحتياطات والتنوع، والتأمين التعاوني والتحوط .
- إن التجربة السودانية تعد محاولة جادة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية، مما أدى إلى نجاحها ويرجع الفضل إلى هذا النجاح من طرف المصرف المركزي وتقيدها بمبادئ الشريعة الإسلامية.
- إضافة إلى المخاطر التي تتعرض لها كافة الصكوك الحكومية السودانية فهي تعاني في التونة التخير من المخاطر السياسية ومخاطر الثقة.
- هناك آليات جديدة لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية والتي من شأنها تقليص المخاطر إلى مستويات دنيا، وهي التأمين التعاوني والحوكمة.

### التوصيات:

- ضرورة الالتزام بالقرارات الصادرة عن هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في ما يتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية.
- ضرورة إيجاد آليات فعالة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومتفق عليها من الناحية الشرعية للتقليص من حدة مخاطر الصكوك الإسلامية والتي يتم من خلاله تحقيق نجاحا وتطويرا هائلا.



- الاستفادة من التجارب الدولية ومن بينها التجربة السودانية والعمل بها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

قائمة المصادر

والمراجع

### قائمة المراجع:

#### الكتب:

- 1- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مفهومها- أنواعها- آليات التعامل بها- الرقابة عليها - المخاطر وعلاجها- دورها التنموي- سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2014م.
- 2- أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجواهر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014م.
- 3- أحمد صبحي العيادي، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010م.
- 4- أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامي البيوع- القروض- الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010م.
- 5- أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية مقررات لجنة بازل- تحديات العولمة- استراتيجيات مواجهتها، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م.
- 6- أسامة سيد كردي، وسائل الاستثمار وتوزيع الأرباح والخسائر في البنوك الإسلامية- راية فقهية مقارنة، التفسير للنشر والإعلان، بيروت، 2013م.
- 7- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007م.
- 8- إبراهيم خريس، اقتصاديات النقود والمصارف، دراسة مقارنة، دار الأبرار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010م.
- 9- اتحاد المصارف العربية، إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي، 2002م.
- 10- السيد حامد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الإسلامي، الدار الجامعية، 2010م.
- 11- الغريب ناصر، أصول المصرفية الإسلامية وأساليب التمويل المتوافقة بها، حقوق الأليف والطبع والنشر محفوظة للمؤلف، الطبعة الثانية، 2006م.

- 12- بن حبيب عبد الرزاق، خالدي خديجة، نماذج وعمليات البنك الإسلامي، ديوان المطبوعات الجماعية، الجزائر، 2002م.
- 13- بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 14 - جليل كاظم مدلول العارضي، استراتيجيات الإدارة المالية- استراتيجيات الاندماج- استراتيجيات الشركة القابضة قرار الاستثمار الاستراتيجي- الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 15- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية "مدخل حديث"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 16- حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية العربية، جامعة الدول العربية، مصر، 2012م.
- 17- حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م.
- 18- حمزة شوادر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل الرقابة النقدية التقليدية، الطبعة الأولى، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004م.
- 19- حمزة عبد الكريم حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015م.
- 20- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م.
- 21- حاكمي ربيعي وآخرون، المشتقات المالية- عقود المستقبلات -الخيارات- المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 22- حمد بن عبد الرحمن الحنيدل، إيهاب حسين أبودية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار جدير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 23- خالد عبد الله براك الحافي، تنظيم الاستثمار المصرفي في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2010م.

- 24- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 25- خليفي عيسى، التغيرات في قيمة النقود الآثار والعلاج في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 26- دريد آل شبيت، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009م.
- 27- ريس حدة، دور البنوك المركزية في إعادة تحديد السيولة في البنوك الإسلامية، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009م.
- 28- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 29- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007م.
- 30- زياد رمضان، محفوظ جودة، إدارة مخاطر الائتمان، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008م.
- 31- زكريا سلامة، عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 32- سليمان الناصر، التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012م.
- 33- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 34- صادق راشد الشمري، إستراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها في الأداء المالي للمصارف التجارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م.
- 35- صلاح حسن، الرقابة على أعمال البنوك ومنظمات الأعمال تقييم أداء البنوك والمخاطر المصرفية الإلكترونية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010م.
- 36- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2006م.

- 37- عبد الناصر براني أو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م.
- 38- عبد العزيز قاسم محارب، الوقف الإسلامي اقتصاد وإدارة وبناء حضارة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011م.
- 39- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية والمتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 40- عماد عبد الرحمن البركة، قضايا ومشكلات في المصارف الإسلامية وحلول مقترحة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010م.
- 41- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005م.
- 42- فتيحة عبد الرحمن العاني، التمويل ووظائفه في البنوك الإسلامية والتجارية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م.
- 43- فارس ناصيف الشيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية<sup>(1)</sup>، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 44- محمد لطاهر الهاشمي، المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية الأساس الفكري والممارسات الواقعية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، منشورات جامعة 07 أكتوبر الإدارة العامة للمكتبات والمطبوعات والنشر، الطبعة الأولى، ليبيا، 2010م.
- 45- محمد بن وليد، بن عبد اللطيف السويداني، التكلفة الفعلية في المصارف الإسلامية الأسباب والضوابط، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 46- محمد داوود عثمان، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2013م.
- 47- محمد رفيق المصري، التأمين وإدارة الخطر تطبيقات على التأمين العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 48- محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003م.

- 49- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2008م.
- 50- محمد محمود المكاوي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2012م.
- 51- محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العلمية، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012م.
- 52- محمود محمد محمود، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 53- محي الدين يعقوب، أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2012م.
- 54- مختار الهانس، إبراهيم عبد النبي حمودة، مقدمة في مبادئ التأمين بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، طبع، نشر، وتوزيع، مصر، 2000م.
- 55- مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 56- مهند حنا نقولا عيسى، إدارة مخاطر المحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010م.
- 57- نعيم نمر داوود، البنوك الإسلامية نحو اقتصاد إسلامي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2012م.
- 58- نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية الأسس النظرية وإشكاليات التطبيق، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 59- هاشم فوزي العيادي وآخرون، إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011م.
- 60- وائل محمد عريبيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية أساليب الاستثمار - الاستصناع - المشاركة المتناقصة (المنتھية بالتملك النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.

- 61- يعرب محمود إبراهيم الجبوري، دور المصارف الإسلامية في التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014م.
- 62- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها الاستثمار- الصناديق الاستثمارية- الأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014م.
- أطروحات الدكتوراه ورسائل جامعية:
- 63- بنية برينة، تقدير الجدارة الائتمانية باستخدام طرق الذكاء الاقتصادي، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة ابن خلدون بتيارت، 2014م.
- 64- حليلة بزاز، المشتقات المالية ومكانتها في أداء مخاطر الصيرفة الإسلامية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه، الجزائر 2016م.
- 65- زعباط عبد الحميد، البنوك التجارية والبنوك الإسلامية ودورها في التنمية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الجزائر، 2014م.
- 66- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة سطيف، 2013م.
- 67- صوار يوسف، محاولة تقديم خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التنقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد بتلمسان، 2008م.
- 68- لعروس قرين زهرة، دور إدارة مخاطر الائتمان لدى البنوك التجارية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، 2017.
- 69- موسى عمر مبارك أبو محميذة، مخاطر صيغ التمويل الإسلامية وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، 2008م.
- 70- نوال بلوواب، اتجاهات إدارة المخاطر الائتمانية في عمليات التمويل بالبنوك، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الجزائر، 2017م.
- 71- يجاوي وفاء، إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الجزائر، 2017م.



- 72- أحمد عبد العفو مصطفى العليات، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، فلسطين، 2006م.
- 73- بن جودة مسعود، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008م، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، الجزائر، 2013م.
- 74- حاكمي نجيب الله، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، وهران، 2014م.
- 75- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، شلف، 2011م.
- 76- خضراوي نعيمة، إدارة المخاطر البنكية ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009م.
- 77- دفع الله المكّي حسن الرضي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة النيلين ، جمهورية السودان، 2008م.
- 78- دنداني محمد أمين، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، الجزائر، 2012م.
- 79- ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، 2012م.
- 80- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة خيضر بسكرة، 2014م.
- 81- سالم أسعد مسلم أبو عمرو، العلاقة بين المكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهم في ظل العاكمية للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، الجامعة السلامية بغزة، 2014م.
- 82- سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، غزة، 2016م.
- 83- سميرة رزيق، إدارة مخاطر التمويل في البنوك، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي بشلف، 2010م.

- 84- محمد عبد الحميد عبد الحي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة حلب، 2010م.
- 85- محمد عوض العبيد علي، هيئات الرقابة الشرعية ودورها في تقليل مخاطر عدم التزام المصارف بالضوابط الشرعية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، 2014م.
- 86- منى قحام، صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة المدينة، 2009م.
- 87- هاجر زروقي، إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، الجزائر، 2012م.
- 88- ولاء محمد احمد جمعة، أثر استخدام نظام التسويات الآنية الإجمالية على تسهيل الأوراق المالية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة الرباط الوطني، 2006م.
- المقالات العلمية:**
- 89 - السعيد خامرة، دور الأوراق المالية في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، جوان 2007م.
- 90- العجلوني ساسي زميم، إستراتيجيات الهندسة المالية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد 01، يونيو 2016م.
- 91- بربري محمد أمين، مخاطر الاعتماد على الصكوك لمالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2008م.
- 92- جرودي رندة، يوسف إيمان، إدارة المخاطر السوقية في المصارف الإسلامية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 23، ديسمبر 2017م.
- 93- راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وافقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2008م.
- 94- سعيد بريكة، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، جامعة أم البواقي، 2017م.
- 95- سليمان الناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 01، جامعة ورقلة.

- 96- طهراوي أسماء، بن حبيب عبد الرزاق، إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، العدد1.
- 97- عبد المالك أحمد لضياف ، وليد بوعظم، واقع الصناعة المالية الإسلامية عبر العالم، مجلة كلية فلسطين التقنية للأبحاث والدراسات، العدد05، الجزائر، 2008م.
- 98- عبد المنعم محمد الطيب، آليات تطبيق الضبط المؤسسي في المصارف السودانية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد01، جمهورية السودان، ديسمبر 2014م.
- 99- كناف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد14، الجزائر، 2014م.
- 100- مسعود نصبة، فلة عاشور، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في دعم الصناعة المالية الإسلامية والعمل المصرفي، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، العدد02، جامعة بسكرة، 2017م.

### المؤتمرات والملتقيات:

- 101- الأخضر لقيطي، حمزة عزبي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، محور الملتقى أسس وقواعد النظرية المالية الإسلامية، جامعة سطيف.
- 102- بردي محمد أمين، دور البنوك الإسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى وطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الجزائر، 2017م.
- 103- بن ثابت علي فتني مايا، التجربة السودانية الأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2003م.
- 104- شرقي عمر، دور هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في دعم وتطوير الصناعة المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5-6 ماي 2014م.
- 105- لحو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة الدارة مخاطر الصكوك الإسلامية واثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية ، المركز الجامعي بغرداية.

106- 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، بكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010م.

### التقارير:

107- التقرير السنوي 2013م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

108- التقرير السنوي 2017م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

109- التقرير السنوي 2018م لسوق الخرطوم للأوراق المالية.