

## صكوك الاستثمار الإسلامية أهميتها ومخاطرها

### الدكتور عبد الغني العمومري

شهد العالم في السنوات الأخيرة ما يمكن أن نطلق عليه اسم؛ السباق لنيل أكبر حصة من رؤوس الأموال والتمويلات الإسلامية، عن طريق تطوير آليات عمل متلائمة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وطرح منتجات مصرفية ومالية في المصارف، وفي أسواق المال تحمل شعار "حلال"، لتكون مقبولة لدى أصحاب رؤوس أموال المسلمين<sup>1</sup>.

لكن هذا السباق لم يعد حكرًا على البلدان الإسلامية الرائدة في هذا المجال مثل: ماليزيا والسعودية وإندونيسيا والبحرين، بل امتد ليشمل بلدان أخرى، مثل: الهند وروسيا وبريطانيا وسنغافورة. وكلها بلدان غير إسلامية ذات اقتصادات كبرى<sup>2</sup>.

والصكوك هي التسمية التي تُطلق على سندات الدين الإسلامية، وقد أشارت دراسات متخصصة إلى أن سوق الصكوك الإسلامية شهدت نموا كبيرا وسريعا خلال السنوات القليلة الماضية، خاصة بعد دعم ومساهمة جهات حكومية، الأمر الذي فتح أبوابا واسعة لانتشار هذه الأدوات المالية المبتكرة. كما أبدت المؤسسات المالية والمصرفية الغربية اهتماما ملحوظا بهذا النوع من الأدوات الاستثمارية<sup>3</sup>.

وقد تطورت الصكوك الإسلامية لتكون أداة فعالة لإدارة رأس المال والنمو، حيث تزايد الطلب العالمي عليها كإحدى الأدوات المالية الإسلامية، التي تُسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى، خاصة مشروعات البنى التحتية. وشهدت إصدارات الصكوك عالمياً نمواً ملحوظاً في السنوات القليلة الماضية خصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية، فارتفعت من ٢٠ مليار دولار عام ٢٠٠٨، إلى حوالي ٣٥ مليار دولار عام ٢٠٠٩، (بزيادة ٧٥٪)، ٤٤.٧ مليار دولار عام ٢٠١٠، (بزيادة ٢٩٪)، لتبلغ ٨٥ مليار دولار في العام ٢٠١١ (بزيادة ٩٠٪)، و١٣١ مليار دولار بنهاية العام ٢٠١٢ (بزيادة ٥٤٪)، و١١٢ مليار دولار عام ٢٠١٣، وحوالي ١١٧ مليار دولار بنهاية العام ٢٠١٤. ومن المرجح أن تحافظ على زخم النمو وتتجاوز ٢٥٠ مليار دولار بحلول العام ٢٠٢٠<sup>4</sup>.

1- أبحاث مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي الذي نظّمه قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية (كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية خلال الفترة من ١٢-١٣ تشرين الثاني ٢٠١٣م، جامعة اليرموك)، المقدمة، ص ٣.

2- نفسه.

3- نفسه.

4- تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، اتحاد المصارف العربية، (دراسة منشورة بمجلة اتحاد المصارف العربية، عدد ٤١٥، يونيو ٢٠١٥م)، ص ١٠٧.

وتُعتبر الصكوك السيادية المحرك الرئيسي لسوق الصكوك العالمية، حيث تجاوزت الإصدارات السيادية ٦٠٪ من إجمالي الإصدارات بين عامي ٢٠١٢ و٢٠١٤<sup>1</sup>.

وقارة آسيا هي السوق الأكبر والأكثر نمواً للصكوك، حيث لا تزال ماليزيا تُهيمن على إصدارات الصكوك العالمية. حيث استحوذت على ٦٤.٦٪ من الحصّة العالمية لإصدارات الصكوك حتّى نهاية نوفمبر/ تشرين الثاني عام ٢٠١٤، تلتها السعودية ١٠.٣٪، وإندونيسيا ٥.٤٪، فالإمارات العربيّة المتّحدة ٥٪، فتركيا ٣.٦٪، فقطر والبحرين حوالي ٢٪. وشهدت إصدارات الصكوك خلال العام ٢٠١٤ إنتشاراً جغرافياً واسعاً، حيث انخفضت حصّة أوّل خمس دول من ٩٥٪ من الإصدارات العالمية عام ٢٠١٣، إلى ٨٩٪ عام ٢٠١٤<sup>2</sup>.

### المطلب الأوّل: صكوك الاستثمار: تعريفها، وخصائصها

#### الفرع الأوّل: تعريفها

الصكوك لغةً: جمع صك، والصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، حتّى كأن أحدهما يضرب الآخر. من ذلك قولهم: صككت الشيء صكاً. والصكك: أن تصطك ركبتا الرجل. وصك الباب: أغلقه بعنف وشدة. ويُقال بعير مصكك، إذا كان اللحم قد صك فيه صكاً ورجل مصك: شديد. ويُقال ذلك في الخيل والحمر وغيرها<sup>3</sup>.

والصك: هو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والأقارير وجمعه (صكوك) و(أصك) و(صكاك)، مثل بحر وبحور وأبحر وبحار. و(صك) الرجل للمشتري (صكاً)، إذا كتب (الصك). ويُقال هو مُعرب. وكانت الأرزاق تكتب (صكاً) فتخرج مكتوبة فتُباع، فنهي عن شراء (الصكاك)<sup>4</sup>.

ويُطلق الصك أيضاً على ما يُكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق. لكنّه يُستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابتة فيه، وبهذا يتضمّن التصرف في الصك كورقة، التصرف فيما يحتويه من حق أو دين<sup>5</sup>.

1- نفسه.

2- نفسه.

3- معجم مقاييس اللغة، ابن فارس، (تحقيق عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، ١٣٩٩هـ/١٩٧٩م)، ٣/٢٧٦.

4- المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، الفيومي، مكتبة لبنان، ١٩٨٧م، ١/٣٤٥.

5- تقرير القواعد وتحرير الفوائد، عبد الرحمن بن رجب، تصنيف جلال الدين أبي الفرج نصر الدين، (دار ابن عفان، ط٢، ١٩٩٩م)، ٩٢/١.

وصكوك الاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة، تُمثل 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 أُصدرت من أجله<sup>1</sup>.

وينظر رجال التمويل إلى الصك على أنه ورقة مالية إسمية نمطية، تُمثل حصة في رأس مال المشروع الممول من قيمة الصكوك المصدرة، وكما يُعتبر الصك من الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، يُعتبر أيضاً وسيلة من وسائل استثمار الأموال، وتمويل المشروعات العامة والخاصة للحكومة<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: خصائصها

صكوك الاستثمار أوراق مالية، تتفق مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار. وتتميز عنها، في أنها أوراق مالية تلتزم أحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها، منذ بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها. ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيما يلي<sup>3</sup>:

**أولاً:** الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تصدر باسم مالكةا بفئات متساوية القيمة، لإثبات حق مالكةا في الموجودات الصادرة بموجبها.

**ثانياً:** تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة)، في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

**ثالثاً:** تُمثل الصكوك حصّة شائعة في ملكية موجودات مخصّصة للاستثمار، أعياناً أو منافعاً أو خدمات أو خليط منها، ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود؛ ولا تُمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدرها.

**رابعاً:** تُعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح إن وجدت، التي يُحقّقها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع، عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.

**خامساً:** تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تُنظّم إصدارها وتداولها.

1- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (البحرين، ١٤٣١هـ/٢٠١٠م)، ص ٢٣٨.  
2- أحكام وأسس حساب زكاة صكوك الاستثمار، (بحث لحسين حسين شحاتة، منشور ضمن أبحاث مؤتمر الصكوك وأدوات التمويل الإسلامي الذي نظمه قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية خلال الفترة من ١٢-١٣ تشرين الثاني ٢٠١٣م، جامعة اليرموك)، ص ٤.  
3- دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث لفتح الرحمن علي محمد صالح، (مُقدّم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، جويلية ٢٠٠٨م)، ص ١٧-١٨.

سادساً: الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحملّ مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

سابعاً: الصكوك الإسلامية تُخصّص حصيلة الاكتتاب فيها، للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الأهمية الاقتصادية لصكوك الاستثمار الإسلامية

توفّر الصكوك الإسلامية أو عملية التصكيك العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، تتمثل في:

#### أولاً: المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية

تتميّز صكوك الاستثمار الإسلامية بخصائص عدّة تجعلها قابلة للوساطة المالية التي تسهم في تحقيق التنمية. وتنبع الحاجة للوساطة المالية من تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة. فهناك الغني الذي لا يعرف كيف يُنمي ثروته. وهناك الذي يملك المهارة والخبرة التجارية، لكنه لا يملك المال. فإذا كان الطرفان بعيدين عن بعضهما البعض، تنشأ الحاجة لطرف ثالث يتولّى دور الوساطة للتقريب بينهما، وإشباع حاجة كليهما في مقابل ربح مُتفق عليه. ولعل صكوك الاستثمار الإسلامية قادرة على القيام بذلك الدور.<sup>2</sup>

إنّ الصكوك الإسلامية لها الصفات الرئيسية التي تمكنها من الارتقاء إلى سلم التنمية، ومن أهم هذه الصفات كونها مرتبطة باستثمارات حقيقية. وهذه الاستثمارات تُعدّ بديلاً ناجحاً للاستثمار الغير الحقيقي الناتج من الفائدة، الذي يزيد المرابي غنى والمقترض إيذاء وفقراً. فمن المعلوم للجميع أنّ التنمية الاقتصادية تتطلب وجود استثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية بحسب ما تقتضيه المنظومة الاقتصادية، وبالشكل الذي يُحقّق أكثر مقاصد شرعية ممكنة. ولهذا يمكن القول أن اقتران صكوك أساليب الاستثمار الإسلامي بمختلف فروعها مع التنمية مسألة بديهية، نظراً لوجود علاقة طردية قائمة على ذلك، حيث أن هذه الصكوك تمتلك مقومات التنمية الاقتصادية ومؤهلاتها المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية. وفي هذا الإطار تكون صيغة التمويل الاستثماري التي يكون فيها سداد الأصل والحصول على الربح متوقف على نجاح المشروع، أقدر على تحقيق متطلبات التنمية من صيغ التمويل الأخرى القائمة على الفائدة المضمونة. وتتفرّع من هذه الميزة ميزات أخرى كثيرة لصالح العملاء ومشروعات التنمية، ومنها أن قاعدة "الغنم بالغرم" تجعل الجهة الممولة تبذل كل ما في وسعها أثناء

1- نفس المرجع السابق.

2- الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشاريع التنموية، معطي الله خير الدين وشرياق رفيق، (بحث مقدم للملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 03 و04 دجنبر 2012م)، ص 202.

الدراسة والتحليل والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع، وبذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية والاجتماعية. فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، مثل مشروعات البنية التحتية؛ كالنفط والغاز والطرق والموانئ والمطارات وغيرها، وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات.<sup>1</sup>

### دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية

تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع حالها ما بين قصير، متوسط وطويل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه. إضافة إلى تلك المميزات، تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، لأنها لا تتعامل به أصلاً، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجابياً، لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك المثلة لتلك الأصول ( أعيان وخدمات )<sup>2</sup>.

### دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية

إن التركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية وربطها باستخدامات تنموية حقيقية، يُعتبر خياراً أمثلاً خاصة بالنسبة للدول النامية، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال، لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معا وهما تعبئة الموارد، وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد، بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها، وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد<sup>3</sup>.

1- الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٥٢.

2- الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية (التجربتين الماليزية والسودانية أنموذجاً)، بحث لثرياق رفيق، (منشور ضمن أبحاث مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، المنظم بقسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، يومي ١٢ و ١٣ نوفمبر ٢٠١٣م)، ص ٣٣٣.

3- الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٣٣٣.

وتتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة، فنجد صكوك المرابحة تلائم الأعمال التجارية، وصكوك السلم هي الأنسب لتمويل المشاريع الزراعية والصناعات الاستخراجية والحرفيين، في حين تُستخدم صكوك الاستصناع في تمويل قطاع الإنشاءات. وبالرغم من أهمية هذه الصيغ في تمويل المشروعات الاستثمارية، تبقى صكوك المشاركة هي الأكثر ملاءمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات الطويلة الأجل والمتوسطة والقصيرة، كما تصلح مع أنواع الأنشطة الاقتصادية، التجارية منها والصناعية والزراعية والخدمية، وذلك لما تتميز به من مرونة أحكامها وإمكانية انعقادها في أي مجال، وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة إلا أنها تمتاز عن صكوك المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته<sup>1</sup>.

### ثانياً: معالجة العجز في الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية

تفتح الصكوك الإسلامية الباب على مصراعيه للمشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، والتي تُعبّر عن البرنامج المالي المتوقع تنفيذه من قبل الحكومة، لتحقيق أهدافها الاقتصادية وغير الاقتصادية. لذلك فهي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنفيذ برامجها الاقتصادية وسد العجز القائم في موازنتها<sup>2</sup>.

فيمكن للدولة أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها واستثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل، كمحطات توليد الكهرباء، الموانئ... إلخ، كما يمكن تمويل العجز في الموازنة عن طريق إصدار الحكومة لصكوك المضاربة في المشروعات المدرة للربح، بحيث يتم تمويلها دون مشاركة أصحاب الأموال مشترى الصكوك في اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع، بل تبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية. كما يمكن للحكومات كذلك أن تواجه العجز في موازنتها بإصدار صكوك الإجارة، وكذلك الحال بالنسبة لصكوك القرض الحسن، حيث يمكن للحكومة أن تستفيد منها في دعم عجز الموازنة. أمّا عن دور الصكوك في حل مشكلة المديونية والتي تكون ديوناً خارجية أو ديوناً داخلية في صورة قروض ربوية، فإنه بإمكان الدولة تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة، تُقدّمها الدولة كخدمات التعليم، الصحة، النقل، حيث يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الدولة، بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تُقدّمها الدولة مستقبلاً، كما يمكن مبادلة

1- نفسه.

2- دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، بحث لزياد الدماغ، (مقدّم للمؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، ١٥-١٦ جوان ٢٠١٠م)، ص ١.

هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، وبموجب تلك الصكوك، يحصل حملتها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقاً<sup>1</sup>.

### ثالثاً: القضاء على مشاكل البطالة والأموال المعطّلة

تُساهم صكوك الاستثمار الإسلامية في القضاء على مشكلة البطالة وزيادة مستوى التشغيل، وفي تشغيل الأموال المعطّلة، لأنها تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدّخرين على حد سواء.

أ- أسلوب المضاربة: يُمثّل دافعا مهماً باتجاه تحفيز العاطل عن العمل - بسبب عدم امتلاكه رأس المال - إلى العمل، وهذا سيساهم في تمويل التنمية الاقتصادية وإنجاحها.

ب- أسلوب المشاركة: يعمل على تشجيع أصحاب المال لبعضهم البعض في العمل الاستثماري، خاصة أولئك الذين يمتلكون أموالاً لا تكفي لتغطية نفقات استثماراتهم.

ج- أسلوب المزارعة: يُمكن صاحب الأرض الزراعية من الاتفاق مع من يزرعها ويسقيها، مقابل حصول هذا المزارع على جزء من الثمر.<sup>2</sup>

د- أسلوبا المُرَابحة والسلم: يُسهمان في تمويل السلع الرأسمالية للحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين الجدد، الذين تنقصهم الخبرات الكافية والملاءمة المالية.<sup>3</sup>

ه- أسلوب الإجارة المنتهية بالتملك: يعمل على تشجيع العامل على العمل بجد ليرتقي بعمله هذا من المستأجر إلى المالك الأصلي.

و- أسلوب القرض الحسن: يؤدي دوراً كبيراً في رفع حجم العمالة واستمرارية العملية الإنمائية، من خلال إقراض المستثمرين وتأمين السيولة المالية اللازمة لهم.<sup>4</sup>

### المطلب الثالث: التكيف الفقهي لصكوك الاستثمار الإسلامية

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ١٧٨ (٤ / ١٩)، ما يلي<sup>5</sup>:

1- الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، (التجربتين الماليزية والسودانية أنموذجاً)، مرجع سابق، ص ٣٣٥-٣٣٦.

2- نفس المرجع السابق، ص ٣٣٦.

3- الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٣٣٦.

4- نفس المرجع، ص ٣٣٥-٣٣٦.

5- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (١٤٠٣-١٤٤٣ هـ / ١٩٨٨-٢٠٠٩ م)، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص ٤١٢.

- التوريق التقليدي: تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تُمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمّة مصدرها، ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً.
- أمّا التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون)، قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه كما أنّ من خصائص هذه الصكوك:
- أنّها تُمثل حصصاً شائعة في ملكية حقيقية.
- أنّها تصدر على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).
- أنّ تشترك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة، وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسميّة أو على مبلغ مقطوع.
- تحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثّلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين<sup>1</sup>.
- كما يُراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول، الالتزام بالضوابط التالية<sup>2</sup>:
- إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقوداً، فتطبق أحكام الصرف.
- إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً، كما هو الحال في بيع المربحة، فيُطبّق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة.
- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. وفي جميع الأحوال، يتعيّن تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.
- لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها، كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

1- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، ص ٤١٢-٤١٣.

2- نفس المرجع، ص ٤١٣-٤١٤.



## المطلب الرابع : مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها

إنّ الاستثمار في الصكوك الإسلامية مُحاط بكثير من المخاطر التي يكتنفها الغموض وسرعة التقلب، فمن المعلوم أنّ الصكوك الإسلامية وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، ويحتوي هذا النشاط على أصول وممتلكات مالية، قد تكون أعياناً أو منافع، وبالتالي فهي عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول أو المشاريع. وتباين هذه المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وفقاً لهيكلها، فمخاطر صكوك المربحة تختلف عن صكوك المشاركة، والاستصناع، والإجارة، كما تختلف الصكوك ذات العقود المركبة عن البسيطة القائمة على عقد واحد<sup>1</sup>.

### الفرع الأول : مخاطر الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية مثلها مثل باقي قنوات تعبئة الادخار، تتعرض لمخاطر قد تضر بالصكوك نفسها، كما يمكن أن تضر بالمدخرين فيها فتفقدتهم جزءاً من الربح ومن أموالهم المدخرة. ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى أربعة أنواع: مخالفة أحكام الشريعة، مخاطر أصول الصكوك، مخاطر إدارة الصكوك، مخاطر صكوك توريق الذمم المقبولة شرعاً.

#### أولاً : مخالفة أحكام الشريعة

يُعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، لذلك فمخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك، تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها. وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تُعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها، وكيفية الحد منها، وطرق معالجتها. ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على المؤسسات المالية الإسلامية تعيين هيئة للرقابة الشرعية، للإشراف على جميع الخطوات اللازمة<sup>2</sup>.

#### ثانياً : مخاطر أصول الصكوك

إنّ الصكوك الاستثمارية الإسلامية تُمثل أصولاً غير نقدية، قد تكون أعياناً أو سلعاً تُشترى وتُباع، وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات يتم استغلالها، وقد تكون أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع أو خدمات...

1- مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص ٤.

2- نفس المرجع، ص ٧.

وهذه الأصول مُعرّضة للتلف أو انخفاض القيمة بسبب مخاطر السوق (تغير الأسعار)، وحتى لو روعي توفير الصيانة لها، فإن ذلك يطيل عمرها الزمني، لكنه لا يعصمها من التعرض للتلف أو الهلاك. كما أنّ الصكوك التي تُمثّل المتاجرة بشراء السلع أو العقارات وبيعها، تتمخّض عنها ديون، وهي مُعرّضة لتأخير السداد، ورُبّما للمماطلة أو الضياع.<sup>1</sup>

### ثالثاً: مخاطر إدارة الصكوك

والمتمثلة في سوء الإدارة والتعدّي والتقصير من طرف القائمين على إدارة هذه الصكوك، وهذا يمكن أن يكون نتيجة نقص المراقبة والإشراف، لذلك فمن الضروري تعيين طرف مُستقل عن الإدارة كأمين للاستثمار، دوره مراقبة أعمال الإدارة.<sup>2</sup>

### رابعاً: مخاطر صكوك توريق الذم المقبولة شرعاً

يواجه المستثمرون في هذه الصكوك نوعين من المخاطر، هما<sup>3</sup>:

- خطر التأخر في الوفاء: أي التأخر على حملة الصكوك في توزيع العوائد، وهذا ينعكس بشكل سلبي على قدرة الأصول على الوفاء، وعلى الثقة في صفقات التوريق برمتها.
- خطر العجز عن الوفاء: وذلك يكون بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، وهنا يبرز دور وكالات التصنيف العالمية، والتي تُساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتّخاذ قرار الاستثمار في الصكوك المصدرة، إضافة إلى توفّر ضمانات مقابل هذه الصكوك، من أجل كسب ثقة المستثمرين بها.

### الفرع الثاني: طرق معالجة مخاطر صكوك الاستثمار الإسلامية

من المعالجات التي يُمكن اعتمادها لتفادي مخاطر الصكوك الإسلامية، ما يلي:

- أولاً: تكوين هيئة حملة الصكوك: وتكون لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، واتّخاذ الإجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق.<sup>4</sup>

1- المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث لعبد الستار أبو غدة، (مُقدم لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، ١٠-١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ الموافق ٢٤-٢٥ مايو ٢٠١٠م)، ص ٥.  
 2- مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، بحث لحمود سحنون وشعيب يونس، (مقدم للملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي ٠٣ و٠٤ ديسمبر ٢٠١٢م)، ص ١٤.  
 3- نفس المرجع، ص ١٤-١٥.  
 4- مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٥.

ثانياً: تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار: يُمكن إنشاء صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار، حيث لا يوجد مانع شرعاً من اشتراطه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة، بحيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال أو انخفاض الربح عن حد معين في سنة مُعيّنة، باعتبار ذلك تبرعاً ممن يملك رأس المال وعائده. وفي هذه الحالة، فإن ما يزيد عن جبر الخسارة أو نقصان الربح يصرف في نهاية المشروع في وجوه الخير، ويُمكن اشتراط موافقة المالك الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع، لأنّ الصك يحمل في ظهره ما يفيد اقتطاع نسبة من الأرباح لتكوين الاحتياطي لمخاطر الاستثمار<sup>1</sup>.

ثالثاً: ضمان طرف ثالث لأصل الصك وعوائده: والمقصود به صدور ضمان من طرف ثالث، (أجنبي عن جهة الإدارة وعن المشاركين حملة الصكوك). وهذا الضمان يُمثل تعهد مُلزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسميّة والعوائد، في حالة تعرضها للهلاك مهما كان السبب<sup>2</sup>.

رابعاً: تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركات التأمين الإسلامية: يُمكن الاستفادة من شركات التأمين الإسلامي، وذلك من خلال إعادة تأمين مخاطر الاستثمار في الصكوك لدى شركات التأمين الإسلامية، من باب تكافل الغير في تحمل مخاطر الاستثمار، حيث يُحدّد قسط التأمين على أساس إذا حدثت خسارة أو نقص الربح عن حد معين، وبالتالي جبر هذه الخسارة أو النقص في الربح من أموال التأمين، مع مُراعاة هذه الشركات أن تعمل وفق مبدأ التأمين التعاوني المجاز شرعاً<sup>3</sup>.

خامساً: تنوع الاستثمارات: وذلك من أجل خفض درجة المخاطرة التي يتعرّض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على حجم العائد، وأهم طرق التنوع هي: تنويع جهة الإصدار بالاعتماد على أكثر من جهة، وتنويع تواريخ الاستحقاق، لأنّ الصكوك تصدر لآجال مختلفة<sup>4</sup>.

سادساً: التحوط: من المعلوم أنّ التحوط يُراد به عموماً الوقاية والاحتماء من المخاطر، ولكي يكون مشروعاً، لا بدّ أن يكون مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة، وهناك طرق عديدة للتحوط أهمّها:

– التحوط الاقتصادي: مثل تنويع الأصول الاستثمارية.

1- مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص ١٠.

2- مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٥.

3- مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص ١٢.

4- مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ١٥.

- التحوط الطبيعي: ومعناه أن توفّق المؤسسة بين التزاماتها وأصولها، لتكون نفس العملة أو بنفس طريقة التسعير لتحديد مخاطرها.
- التحوط التعاوني: وذلك من خلال إنشاء صناديق تعاونية.
- التحوط التعاقدية: وهذا الأسلوب قائم على عقود المعاوضة التي يُراد بها الربح<sup>1</sup>.

---

1- نفسه.