

استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)

العجيلي ساسي زميم

ملخص

تهدف الدراسة إلى التعرف على الهندسة المالية الإسلامية من حيث مفهومها، وأسباب ظهورها، وأسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها. وكذلك التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها وأنواعها، ورؤية وتحديات المستقبل لتطوير الصكوك الإسلامية، وإدارة مخاطرها، باستخدام أساليب الهندسة المالية الإسلامية، مع تقديم دليل تطبيقي لعينة من الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

ولاختبار فرضية الدراسة وتحقيق أهدافها، فقد اعتمدت الدراسة على منهجين، هما: المنهج الاستقرائي، وذلك من خلال استقراء المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، كما تم استخدام المنهج الاستنباطي من خلال البحث عن استراتيجيات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتماداً على الهندسة المالية الإسلامية. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها: إن حداثة صناعة الصكوك الإسلامية وعدم نضجها بالشكل الكافي، جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية والشرعية والتنظيمية والتي قد تحد من نموها محلياً وعالمياً، وكذلك من بين أهم التحديات التي تواجه تطور الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها افتقارها للكفاءات البشرية المؤهلة ومحاكاتها لنظيراتها التقليدية في بعض منتجاتها، كما توفر الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من التقنيات والاستراتيجيات لإدارة ومواجهة هذه المخاطر كسياسة التنويع، وتقنيات الرهن والكفالة وضمان الطرف الثالث، والتأمين التعاوني، ودراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها، والاحتياطات، والحوكمة.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية الإسلامية، التحوط وإدارة مخاطر، الصكوك الإسلامية، أساليب قياس المخاطر، استراتيجية التنويع، سوق الخرطوم للأوراق المالية.

1- مقدمة

هكذا استقر المفهوم باعتبارها تُعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثه، وتقديم الحلول المبتكرة والمبدعة للمشكلات المالية في مجالات ثلاثة، المجال الأول: ويعنى بابتكار أدوات مالية جديدة، مثل: الأنواع المبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة بأنواعها وعقود المبادلات ... أما المجال الثاني: ويعنى بابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات. والمجال الثالث المتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة

الهندسة المالية كإطار نظري وتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، ولقد استقر مصطلح " الهندسة المالية " مع بداية القرن الواحد والعشرين، باعتبار أن الهندسة المالية لا يقتصر دورها على تخفيض التكاليف في الأنشطة موضوع اهتمامها؛ بل يمتد إلى أبعد من ذلك حيث التطوير والابتكار للعديد من المنتجات المالية الجديدة، وتقديم الخدمات والحلول الإبداعية للعديد من المشاكل التي تواجه منشآت الأعمال خاصة مواجهة المخاطر التي تتعرض لها هذه المنشآت.

يلتزم الأهداف الكلية والجزئية في ما يعرف حالياً بالصكوك الإسلامية > وتعد الصكوك من أهم الأدوات المالية التي تستخدم حالياً على نطاق واسع في العديد من الدول الغربية قبل العربية والإسلامية لتمويل المشروعات العامة للدولة المدرجة في الموازنة العامة للدولة، ويستخدم جزء منها لسد عجز الموازنة .

وقد لجأت العديد من الدول إلى إصدار العديد من الصكوك، مثل: إنجلترا، والتي أصدرت مؤخراً صكوكاً قيمتها 200 مليون جنية إسترليني بما يعادل 2 مليار جنية تم تغطيتها حوالي 15 مرة، كما أصدرت لوكسمبورج صكوكاً قيمتها 200 مليون يورو، وقد بلغت إصدارات الصكوك خلال عام 2014 حوالي 200 مليار دولار، كما أصدرت دبي العديد من أنواع الصكوك بحوالي 200 مليار دولار خلال الخمس سنوات الماضية لتمويل العديد من مشروعات البنية التحتية، كما أصدرت العديد من الدول الآسيوية مثل ماليزيا وإندونيسيا العديد من الصكوك، وتعد ماليزيا أكبر مصدر للصكوك في العالم، كما توجهت مؤخراً الأردن لإصدار صكوك بما قيمته 500 مليون دولار لتمويل وسد عجز الموازنة العامة للدولة خلال ميزانية عام 2015.

وتظهر الصكوك كأداة مالية بديلة لتمويل الحكومات بدلاً عن الاقتراض من البنوك، وذلك من خلال تمويل المشروعات العامة بإصدار صكوك محلية أو دولية تجتذب العديد من المستثمرين المحليين والخارجيين سواء كانوا بنوكاً أو أفراداً، ثم بدأ الحديث يكثر حول مخاطر هذه الصكوك وكيفية إدارتها. لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية وكانت الحاجة واضحة وملحة إلى وجود استراتيجيات لإدارة المخاطر المتعلقة بإصدار وتداول هذه الصكوك والتحوط منها (محمد، 2012).

2- مشكلة الدراسة:

يبرز التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية مدى أهمية الدور الملحق على عاتق الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكاليات مخاطر تلك الصكوك سواء من خلال تجنبها أو توزيعها أو قبولها باعتبار أن المحافظة على المال وتنميته

مخاطر الاستثمار أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منظمات العمال للتغلب على المشاكل القائمة.

وهكذا فالتطور المالي يمضي قدماً مستلهماً أزمات وتجارب الماضي وتطلعات المستقبل ليقدم العديد من الابتكارات والأدوات والحلول التي تُدير المخاطر وتعظم العوائد وتجنب الدخول في المشكلات.

استطاعت المؤسسات المالية الإسلامية تحقيق نجاحات واضحة على الصعيدين الإقليمي والدولي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وذلك بالرغم من حادثة تجربتها نسبياً بالمقارنة مع نظيراتها التقليدية، إلا أنه ومع تطور النشاطات الاقتصادية المختلفة وازدياد الطلب على خدمات المؤسسات المالية الإسلامية، فقد تطلب ذلك تطوراً مماثلاً في الخدمات المالية والتمويلية المقدمة لتلك النشاطات بأكفأ طريقة ممكنة (بونقاب، 2012).

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

وفي ظل ذلك الاهتمام العالمي أيضاً، برزت الصكوك الإسلامية كنوع من الأدوات المالية التي تساعد الدول والحكومات ومنشآت الأعمال على (استقطاب) وتعبئة مواردها، وتمويل المشاريع خاصة ما يتعلق منها بالبنية التحتية. ومع هذا التطور الهائل للمالية الإسلامية ونجاحها عالمياً بشهادة المؤسسات النقدية الدولية، حيث تراكمت لهذه المؤسسات أصولاً ضخمة من العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها استجابة لحاجات العملاء. وتزايد مع هذه الظروف تطور حركة التوريق (Securitization) في الأسواق المالية الإسلامية وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية، للاستفادة من هذه الاستراتيجية في عمليات تحويل الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمثل فرصاً استثمارية متنوعة للمستثمرين بصورة مثلى. ومن هذا المنطلق، بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير وإتاحتها في شكل إسلامي

7- الهندسة المالية الإسلامية وإدارة مخاطر الصكوك:

مفهوم الهندسة المالية:

يقصد بالهندسة المالية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية.

ما يلاحظ في هذا التعريف أنه يشبه تعريف الهندسة المالية التقليدية مع وجود اختلاف واحد؛ ولكنه اختلاف جوهري وهو ضرورة ابتكار وتطوير الأدوات التمويلية... إلخ. في إطار توجيهات وقواعد الشريعة الإسلامية، بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة التي نهت عنها الشريعة الإسلامية، وعلى هذا الأساس فالهندسة المالية الإسلامية تتضمن ما يلي (جباري وخميلي: 2010):

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية.
- ضرورة أن يكون الابتكار متوافق مع الشريعة الإسلامية.

انطلاقاً من التعريف أعلاه يمكن القول بأن الهندسة المالية الإسلامية تعني التصميم والتطوير والتنفيذ لمنتجات وأدوات مالية مبتكرة، من أجل إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

ويعرفها الدكتور السويلم "بأنها المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مناسبة مبتكرة "حيث يرى أن الابتكار بطبيعته غير قابل للقياس والتنبؤ، إذ لو كان كذلك لما أطلق عليه ابتكاراً، ولهذا يطالب بالتركيز على الأساليب والطرق التي تعين على الابتكار وتمهد له (السويلم، 2004، ص9).

مقصد أساسي من مقاصد الاستثمار في الشريعة الإسلامية، وهو ما يسعى هذا البحث إلى دراسته فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، لذلك فإن الإشكالية الأساسية التي يعالجها البحث تتمثل في: ما هي أهم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية؟ وما هي أهم الاستراتيجيات المطبقة منها في إدارتها والتحوط منها من خلال الهندسة المالية الإسلامية؟

3-فرضية الدراسة:

بناء على التساؤلات سابقة الذكر يمكن صياغة الفرضية بشكل التالي: أدوات الهندسة المالية الإسلامية قادرة على إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال تجنبها أو توزيعها أو قبولها.

4-أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها، وأنواعها. وكذلك التعرف على مخاطر الصكوك الإسلامية، وأنواع تلك المخاطر ومصادرها. وضع الاستراتيجيات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتماداً على أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

5-أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة من خلال تناولها للصكوك الإسلامية بما تملكه من تنوع وتجدد وتطور وانتشار متنامٍ ومتسارع، والمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، ووضع استراتيجيات للتعامل مع تلك المخاطر بصورة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية.

6-منهجية الدراسة:

لاختبار فرضية الدراسة وتحقيق أهدافها اعتمدت على المنهجين التاليين: المنهج الاستقرائي: وذلك من خلال استقراء المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وتحديد مصادرها وأنواعها. المنهج الاستنباطي: وذلك من خلال تستنباط آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتماداً على الهندسة المالية الإسلامية.

أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية:

ذلك. إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، وتعقد وتشابك آليات وأساليب يليه الاحتياجات يزيد من أهمية البحث عن حلول ملائمة لها.

• **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** إن وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يسعى المسلمون لتقديمها لا تكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية. ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها (خضيرات، 2011).

• **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** تواجه المؤسسات المالية الإسلامية العديد من التحديات، ولعل غياب الهندسة المالية الإسلامية تعتبر من أهم تلك التحديات، وهو ما تشير إليه الدراسات التطبيقية، ففي دراسة للبنك الإسلامي للتنمية حول التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، خلصت الدراسة التطبيقية إلى أن أهم تحدي واجه المؤسسات المالية الإسلامية هو غياب الأوضاع القانونية والتنظيمية بهذه المؤسسات، من هنا تبدو لنا ضرورة وأهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

• **التحولات القادمة من الأسواق العالمية:** من المنتظر أن تفتح هذه التحولات فرص وأفاق أوسع أمام المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن أبرز هذه التحولات هو تطبيقات اتفاقيات التجارة الدولية، وهذه التطورات تعني أيضاً مزيداً من المنافسة في الأسواق، ويعتبر الابتكار المالي في المنتجات المالية الإسلامية أهم الأولويات للحصول على الميزة التنافسية، لذلك لا بد من اعتماد الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية (قندور، 2007، ص 117)

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، ولقد ساهمت في تقوية المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في الأسواق العالمية من ناحية وتطور وسائل الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات من ناحية ثانية، والتطورات المتسارعة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة، في لعب دورها على صعيد تحديد الابتكارات في الحقل المالي مما أدى إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية <http://ifecenter.com/Bayan/?q=node/23> وفيما يلي نورد أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية الإسلامية:

• **انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:** يشترط في منتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تكون قادرة على تلبية احتياجات الناس بصورة كفأة اقتصادياً مع التزامها بالأحكام والضوابط التي تضعها الشريعة الإسلامية، والجمع بين هذين الشرطين يتطلب قدراً من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية (السويلم، 2004).

• **تطور المعاملات المالية:** تجمع المعاملات في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أكثر من أربعة عشر قرناً، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً مادام جوهره دخل حتماً في ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم يبعثون قال تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ (سورة البقرة، الآية 275)، واستحدثت في عصرنا الحالي أشكال عديدة من البيوع يتعامل الناس بها، ومادام البيع يخلو من المحظور، فليس لأحد أن يقيه عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين. لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن

أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

• **تحريم الربا والغرور:** الربا لغة الزيادة، وهو في الشرع الزيادة على أصل المال من غير عقد تباع (الشرابي، 1981، ص 190)، أما أدلة تحريمه من الكتاب والسنة كثيرة، نذكر منها قوله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾ (سورة البقرة، الآية 278)، وقال رسول الله: ((اجتنبوا السبع الموبقات))، وذكر منها "الربا".

أما كلمة الغرر في اللغة تعني الخطر والجهالة، وقد نهى رسول الله عن بيع الغرر، فعن أبي هريرة قال: ((نهى رسول الله عن بيع الحصة، وعن بيع الغرر)) ومن أمثلة بيع الغرر البيوع المجهولة كبيع السمك في الماء والطير في الهواء، وما كان لمظاهر يغري المشتري وباطن مجهول، فالغرر إذن هو ما كان مجهول العاقبة والذي لا يدري يحصل أو لا يحصل، وهو يكون في المبيع وفي ثمنه، والغرر يغتفر فيما بابه البر والإحسان، ويؤثر في ما بابه المعاوضات (أوناغن، 2010، ص: 19).

حرية التعاقد: يقصد بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع، وحرمة العقد على الربا، أو نحو ما حرّمته الشريعة الإسلامية. فما لم تشمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعقد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرّمه الشارع فهي باطلة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها (خضيرات، 2011، ص 17).

• **التيسير ورفع الحرج:** والمراد من التيسير التسهيل، بمعنى أن يقوم بها من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا صار العبد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة علي النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالى يرحم له في أدائها حسب استطاعته، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم المشقة توجب التيسير إذ يقول تعالى: ﴿لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا﴾ (سورة البقرة، الآية 286).

• **التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** تقوم الهندسة المالية الإسلامية أيضا على أساس آخر وهو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، وقد قلنا سابقاً أن الابتكار في الهندسة المالية ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، لذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق مالا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، فإذا كان مجموع بيعتين يساوي بيعة واحدة من نوع آخر، فلا معنى للجوء إلى البيعتين سوى التقاف الأنظمة التي تمنع تلك البيعة الواحدة أو تقيدها، ومن صور بيعتين في بيعة نجد: بيع العينة، وهو أن يبيع شيئاً من غيره بثمن مؤجل ويسلمه إلى المشتري، ثم يشتريه قبل قبض الثمن بثمن نقداً أقل من ذلك القدر. وقاعدة النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفقاً لمنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية (قندور، 2007):

كما توجد أربعة مبادئ أو أسس خاصة بالهندسة المالية الإسلامية، يمكن تلخيصها كما يلي (خميلي وجباري: 2010):

- الوعي بالسوق وبأحواله من قبل القائم بالتطوير والابتكار .
- الإفصاح حيث يتم بيان المعاملات التي تؤديها الأدوات المبتكرة والمطورة من أجل سد جميع الثغرات لكي لا تحيد عن هدفها الأساسي.
- المقدرّة ونقصها بها وجود مقدرّة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل.
- الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل وبالتالي عدم التعامل بالأدوات والمعاملات المحرمة مثل: بيع العينة، الربا والغرر

خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص أهمها (قندور، 2007، ص 113):

1. المصادقية الشرعية: تعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكثر قدر ممكن، وهذا يتطلب الخروج من الخلاف الفقهي قدر الإمكان، فالهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى الوصول لحلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر المستطاع.

أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها . وهي قابلة للتداول نقداً أو ديناً محضاً. ولا تمثل الصكوك ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، و يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية" (دوابة، 2009).

وتعرف بأنها " أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري وتتميز من الناحية المالية عن الأوراق الأخرى المشهورة في التداول بأنها، ذات مخاطر متدنية (مقارنة بالأسهم) إذ لا يتذبذب سعرها ارتفاعاً وانخفاضاً كما هو حال الأسهم، وأنها ذات مدة محددة غالباً ما تكون خمس أو عشر سنوات بخلاف الأسهم لا أجل زمني لها. كما تختلف عن الأسهم في أن إيراداتها دورية" (القرني، 2011، ص 26).

يتبين من خلال التعريفات السابقة أن الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول، أعيان، منافع أو حقوق مالية مباحة شرعاً، وتتميز بأن مخاطرها متدنية مقارنة مع الأسهم، لأن سعرها يتميز بالثبات النسبي، وأنها أداة ذات مدة محددة بخلاف الأسهم، كما تختلف عن الأسهم في أن إيراداتها دورية، وهي قابلة للتداول نقداً أو ديناً محضاً.

خصائص الصكوك الإسلامية:

بناء على المفهوم الاصطلاحي للصكوك الإسلامية يمكن القول أن أهم خصائص الصكوك الإسلامية تتمثل في الآتي الصك (المطلق، 2010، ص 14):

- تمثل وثائق متساوية القيمة.
- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تُمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيه أو آلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه.

2. الكفاءة الاقتصادية: تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية، وينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمنتجات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية، ويمكن زيادة الكفاءة الاقتصادية لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في المشاركة في تحمل المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات، وكذا تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

3. الابتكار الحقيقي بدل التقليد: يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث إن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية الإسلامية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية، بأنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها في ما أصدرت من أجله".

وتعرف كذلك بأنها "شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي

أنواع الصكوك الإسلامية:

أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً يمكن حصرها وفق آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية إلى:

1. صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، وتقوم هذه الصكوك على مبدأ المرابحة.

2. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها (Ayup, 2011, p 354).

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

4. صكوك المضاربة: وهي "أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فنمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال"، وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة و صكوك المضاربة المستردة بالتدرج و صكوك المضاربة القابلة للتحويل. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت (شحاتة وعطية، 2001، ص 72).

5. صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها (ناصر، و بن زيد، 2012).

6. صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. وهي تتشابه مع صكوك السلم، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

7. صكوك السلم: تسمح هذه الصيغة بأن يشتري المصرف من العميل بثمن حال سلعة موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد و له استخدامات مختلفة في التمويل أهمها يتعلق بتمويل النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، وذلك بتوفير السيولة النقدية اللازمة للزراعة أو الصناعة، وتكون صكوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها بائع السلعة أو الأصل نطف مثلاً (والمشتري بصيغة السلم) شركة وساطة أو مصرف أو من تتفق معه الحكومة وذلك بصفته مدير المحفظة صكوك السلم الإسلامية، ومشتري أو حاملي الصكوك، حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتري دون دفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقاً (بو خاري والعايب، 2011).

8. صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (دوابه، 2009).

9. صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي ويصبح لحاملها حصة في المحصول الناتج.

10. صكوك المساقاة: وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار وفق المحدد في العقد.

بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

• **رؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية:** لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي وقدرته على الاستدامة، حيث أظهرت تلك الأزمة قدرة هذا القطاع على البقاء بعيداً عن أزمات الأسواق العالمية، حيث يتوقع أن يكون هناك إقبال كبير خلال المرحلة المقبلة على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلية أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول الغربية، مما حتم ضرورة تطويرها وابتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة، وذلك من خلال توفر المرتكزات الآتية:

1. التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة: وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس على علاقات صحيحة ومعلومة، حفظ الأموال الناس من العبث والتصرفات الفاسدة، وحماية المدخر، وترشيد المستثمر. إن السوق المالي الإسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الإسلامية لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، وذلك بتوفير ونشر المعلومات والبيانات المالية، التي تخدم المدخرين في قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات، وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمان.

2. توفر سوق مالية إسلامية كفؤة: العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المؤسسات المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها حيث إن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية، في أن تتميز هذه السوق بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك الإسلامية مجالاً للتسييل، ودور هذه السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين، وتشجيع المستثمرين، كما تساعد على التسعير الكفء للصكوك والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح السوق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلى المدخرين بصفة مباشرة.

11. صكوك المساقاة: وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار وفق المحدد في العقد (دوابه، 2009).

تحديات ورؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية:

• **تحديات تطوير الصكوك الإسلامية:** رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محلياً ودولياً على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه ليوافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية، نجملها فيما يلي:

1. الاختلافات الشرعية: واجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث يبالغون أحياناً في تشدهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لتقليل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

2. غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

3. التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية: لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة.

4. نقص الشفافية في بعض الإصدارات: الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقاً، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

5. نقص الموارد البشرية المؤهلة: لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجالات تعامل

2. **مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً:** ويواجه المستثمرون هنا خطرين تتعلق بتصكيك الذمم المقبولة شرعاً، وهما: خطر التأخر في الوفاء: وهذا الخطر يحدث إذا توقع مثلاً حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، ومن ثم فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها. وخطر العجز عن الوفاء: وهذا الخطر يحدث إذا عجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف الائتمانية العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء عملية التصكيك، وتساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

3. **مخاطر تصكيك الأصول العينية:** وهي المخاطر التي تكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، المحددة في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يجب إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، وإجراء تحليل الحساسية عليها، لغرض اكتشاف مكانم الخطر، ووضع التدابير اللازمة لتجنبها.

4. **المخاطر التشغيلية:** فمن المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، ومن ثم فإن المخاطر التشغيلية الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثلاً لإضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر... إلخ، لذا يجب مراعاتها.

5. **المخاطر القانونية:** هناك بعض المخاطر القانونية التي تكمن في النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول، مما يجعل الكثير من بنوده لا تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3. توفير مراكز معلومات: توفر للنظام المالي الإسلامي مراكز للمعلومات عن الفرص الاستثمارية وربحياتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، بما يضمن صدور القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي مطلب أساسي لترشيد القرار ورفع الكفاءة.

4. التميز في خدمة المجتمع: على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلبي الاحتياجات التمويلية للقطاعات النفعية والخيرية، من خلال الاستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات في المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع وتلبية حاجاته الروحية (حطاب، 2009).

مخاطر الصكوك الإسلامية:

يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك الإسلامية إلى النوعين، النوع الأول: المخاطر المنتظمة (العامة): وهي تشمل المخاطر التي تتعلق بالأسواق المالية لأسباب عامة، كالأوضاع السياسية السائدة من حيث الاستقرار، وأساليب تداول السلطة، والعلاقات السياسية الدولية، والسياسات النقدية والمالية للدولة، والسياسات الاقتصادية، التي ترتبط بمؤشرات الدخل القومي، وميزان المدفوعات، وتنمية التجارة الخارجية، والاطلاع على الخطط الاقتصادية (ريحان، 2002، 84).

أما النوع الثاني: المخاطر الغير المنتظمة (الخاصة): فهي التي تحيط بالصكوك لأسباب خاصة بها، ومنها ما يلي:

1. **مخاطر مصدري الصكوك:** فمن المعلوم أن مصدر الصك قد يكون فرداً أو شركة أو حكومة، وهم أصحاب فكرة المشروع، فهم الذين يتلقون حصيلة الاكتتاب، ثم يوجهون نحو الاستثمار في أي مشروع يروونه مناسباً، ومن ثم فهم أصحاب قرار الاستثمار لا يشاركه حملة الصكوك فيه باعتبارهم أصحاب المال، ولا يقيدهم إلا أحكام العقد الشرعي التي صدر على أساسها الصك، وشروط نشرة الإصدار، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار مصدري الصكوك سواء من الناحية الأخلاقية ومن ناحية الخبرة.

تلفها أو تماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالموصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل.

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

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

- مخاطر صيغ (المزارعة، المساقاة، المغارسة): إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظراً لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالاً وثيقاً بالطبيعة (البيئة)، كالكوارث والحوادث الطبيعية، مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها، وبالتالي انهيار المشروع وفشله، كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق (مخاطر الأسعار)، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك (ناصر و بن زيد، 2012، ص 11، 12).

6. **مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** يُعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم سمات المؤسسات المالية الإسلامية، لأن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة، ودرجة خطورتها، ولتجنبها، يجب تعيين هيئة رقابية شرعية للإشراف عليها.

7. **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** هناك بعض المخاطر خاصة بطبيعة الصيغ التمويلية الإسلامية، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة: مثل سوء الأمانة، وكفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب، والمدقق الداخلي.

- مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة: مثل سوء إدارة المشروع، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق والمتابعة، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار الشريك. وبما أن صكوك المشاركة تصدر على صيغة المشاركة، وأن حملتها إنما هم شركاء مساهمون في الشركة، فإن الخطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك وقد تفقد قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.

- مخاطر تتعلق بصكوك الإجارة: مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير أو عدم السداد (نتيجة زيادة الإيجار)، ومشاكل صيانة العين المؤجرة، ومخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها، لذا وجب مراعاة ذلك.

- مخاطر تتعلق بصكوك الاستصناع: مثل مخاطر التخزين والنقل (يطلق عليها المخاطر الزمنية) أو مخاطر عدم سداد الأقساط (نتيجة زيادة السعر)، واختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع، لذا وجب مراعاة ذلك (الدماغ، 2010، ص 109، 110).

- مخاطر تتعلق بصكوك السلم: من بين أهم المخاطر في صيغة السلم، المخاطر الناتجة عن عدم تسليم السلعة بسبب

(سنوية، شهرية، فصلية...الخ) بشكل كبير عن المتوسط (درجة الانحراف كبيرة) يعطي إشارة للمستثمر، كون الصك محل الاستثمار يحمل معه معدل مخاطرة مرتفع، بينما يعبر القلب المنخفض لعوائد الصك عن وسطه الحسابي عن استقرار الصك الاستثماري وقلة مخاطرة.

تجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولاً لقياس المخاطر إلا في حالة تساوي العائد المتوقع لكافة هذه الأوراق المالية، أما في حالة عدم التساوي بينها فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف Coefficient of Variation باعتباره مقياس نسبي للمخاطر (آل شبيب، 2010).

بينما يعد معامل بيتا (β) مقياس من المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية لقياس حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلاً) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق، ويمكن تعريف معامل بيتا بالنسبة للصك: على أنه مقياس لسرعة تأثر الصك مقارنة بحركة السوق.

وبموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية إلى صكوك استثمارية ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح، أي مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق، وذات طبيعة دفاعية إذا كانت بيتا أقل من الواحد الصحيح، أي مخاطرتها ستكون أقل من مخاطر السوق (ناصر، وبن زيد، 2012، ص 14).

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تعبر سياسات إدارة المخاطر عن الأساليب والإجراءات المتخذة لمواجهة ومعالجة الخطر، ويمكن كذلك أن نعرفها بأنها عملية قياس أو تحديد أو تقييم الخطر الذي تتعرض له أو يمكن أن تتعرض له المنظمة، ويمكن تحديد خطوات إدارة المخاطر:

• **تحديد المخاطر:** من أجل القيام بعملية إدارة المخاطر لابد من تحديدها أولاً، من خلال تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء كانت مخاطر عامة أو مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء كانت مخاطر التأخر في الوفاء، ومخاطر عجز عن الوفاء، ومخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية، ... إلخ، والوقوف على

8. **مخاطر المشاريع الاستثمارية:** هناك بعض المخاطر تتعلق بالمشاريع الاستثمارية أهمها:

• الشكل القانوني للمنشأة: مثل المنشأة الفردية تُعد أكثر خطورة من أنواع المنشآت الأخرى، ولتجنبها، يتم توزيع الاستثمارات على عدة أشكال قانونية للمنشآت.

• كفاءة رئيس المنشأة وصفاته: مثل نقص كفاءة مدير المنشأة، التي تتوقف على مدى تحمسه، وإيمانه برسالة منشأته، وقدرته على اتخاذ قرار سليم، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار المدير.

• تكامل خبرات هيئة الإدارة: إن افتقار هيئة الإدارة إلى الخبرات، قد يحرمها من العلم بالظروف المحيطة باتخاذ القرار المناسب، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار الهيئة الإدارية من الخبرات المتخصصة.

• مراحل نمو المنشأة: تتعدد مخاطر مراحل حياة المنشأة، مثل مخاطر مرحلة الاستقرار للمنشأة، وتتسم هذه المرحلة بكفاءة الإدارة، وهي أقل من مخاطر المرحلة الأولى، لتجنبها، يجب اتخاذ قرار سليم في نفقات التأسيس مثلاً، حتى لا تتحمل نفقات لا مبرر لها.

• مخاطر تسويقية: هناك مخاطر تسويقية تتعلق بطبيعة بعض الصناعات بسبب اعتمادها على التكنولوجيا مثلاً، ففي حالة تباطؤ التسويق يجعل السلع تتقادم بمعدل يفوق عمرها الافتراضي، ولتجنبها، يكمن الحل في اتباع سياسة تنويع المشاريع الاستثمارية (الدماغ، 2010، ص 110، 111).

أساليب قياس المخاطر الصكوك الإسلامية:

بالنسبة للأوراق المالية عموماً، تزداد المخاطر كلما زاد تشتت Variance العائد عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر يمكن قياس هذا التشتت كمياً إما بالتباين، أو بالانحراف المعياري، وهما من أهم المقاييس الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية)، ويعد مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير النظامية للورقة المالية من خلال قياس مدى انحراف العائد عن العائد المتوقع، و الشيء نفسه بالنسبة لصك استثماري مثلاً، فكلما كانت أقل من عوائد الصك

الاستراتيجيات المستخدمة في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

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

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

• **كفاءة الإدارة والرقابة عليها:** تعتبر كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، ويقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسئوليات الاجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية (ناصر، وابن زيد، 2012، ص 16)، قال تعالى: ﴿اجْعَلْنِي عَلَىٰ خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ﴾ (سورة يوسف، الآية 55)، كما حث على حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والمهارة والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة يقول تعالى: ﴿إن خير من استأجرت القوى الأمين﴾ (سورة القصص، الآية 26). كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة

أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالاستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط.

• **تقييم المخاطر:** يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر. فيعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة High Risk، أو متوسطة Moderate Risk، أو ضعيفة Low Risk، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها (ناصر، وابن زيد، 2012، ص 15).

• **دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:** وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في اتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر بحيث تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية (بوخاري، والعايب، بدون، ص 11).

• **تنفيذ القرار:** وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

• **مراقبة ومراجعة المخاطر:** بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة، ولضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغير بيئة الأعمال وبالتالي اختفاء مخاطر معينة وظهور أخرى تتغير بهذا التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلاً عن إمكانية اكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المنظمة إدارتها (ناصر، وابن زيد، 2012، ص 15).

تم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية، حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك) استراتيجية من الاستراتيجيات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة مخاطر الائتمان. وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: " يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار " (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010، ص 52).

وقد يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة متخصصة أو فرد وهذا الطرف له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط.

• **التأمين التبادلي (التعاوني):** إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود في الفقه الإسلامي، ولا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر، وإنما الاستفادة من شركات التأمين التعاوني والتي تقوم بشكل عام على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلاً من ترك من لحقته المخاطر يتحمل تبعاتها وحده، وفي ظل تواجد شركات التأمين التعاوني، على الجهات المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات، فالتأمين الإسلامي يعد من الاستراتيجيات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول (الدماغ، 2010، ص 130).

يمكن إعادة تأمين مخاطر الاستثمار في الصكوك لدى شركات التأمين الإسلامية، وذلك من باب تكافل الغير في تحمل المخاطر، ويحدد قسط التأمين على أساس إذا حدثت خسارة أو نقص الربح عن حد معين، ثم جبر الخسارة أو النقص من أموال التأمين.

• **استراتيجية تكوين الاحتياطيات:** تقوم فكرة تكوين الاحتياطيات على نفس الأساس الفكري للتأمين التعاوني، من حيث أنهما قائمان على أساس اشتراك الأفراد في دفع أقساط

وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، ومن خلال هذا وذاك يمكن تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

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

1. الكفالة: وتعني التزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص ذو الملاءة وذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، ومخاطر الأصول وعوائدها، ومن أهم الاستراتيجيات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الائتمان وتقلل من فرص وقوعها.

2. الرهن: يعد الرهن من استراتيجيات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء « في المعيار الشرعي الثامن لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص للمؤسسة في حال الحصول على رهن من العميل أن تشترط تفويضه لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء»، ويشترط في المرهون أن يكون مالمأ مقوما يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف، وأن يكون مقدوراً على تسليمه، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك (ناصر، وبن زيد، 2012، ص 17).

3. ضمان طرف ثالث: المقصود به وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسارة في مشروع معين،

التي قد يتعرض له الاستثمار، وانطلاقاً من ذلك، تقوم هذه الاستراتيجية في حالة الصكوك الإسلامية إلى:

1. تنوع جهة الإصدار: وذلك بتنوع جهات الإصدار، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما: التنوع البسيط أو الساذج Simple or Naive Diversification ويعتمد التنوع الساذج علي تنوع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك لما له 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. أما النوع الثاني فيعرف بتنوع ماركوتز: ويقوم على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات (هندي، 1999، ص 283)، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك، 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 مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية، وهذا الأسلوب في التنوع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

2. تنوع تواريخ الاستحقاق: الصكوك الإسلامية قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويهدف هذا التنوع إلى مواجهة مخاطر التضخم باعتبار أن الصكوك ذات الأجل الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الأجل القصيرة.

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

متساوية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها، إلا أن تكوين الاحتياطيات يكون محدود النطاق وبين أفراد يشتركون في نشاط استثماري واحد (ناصر، وبن زيد، 2012). وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي جواز ذلك، حيث ورد في دورتها الرابعة المنعقدة في جدة -المملكة العربية السعودية في الفترة من 6 إلى 11 فيفري 1988 م: " ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تصكيك دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال" (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1988، ص 1809).

هذه الاستراتيجية (الاحتياطيات) مرهونة بتحقيق المشروع أرباحاً في بعض دوراته على الأقل، فالمشروع الذي لا يحقق أرباحاً أو فائضاً في الأرباح لا مجال له لتكوين احتياطيات، أما إذا حقق المشروع أرباحاً، فإن هذه الحصص تجنب وتغطي بها كافة أنواع المخاطر المتوقعة في الصكوك، ومنها المخاطر الائتمانية، لأنه قد تمول حصيلة اكتتاب مشروع في البيوع الآجلة، وقد لا يلتزم العملاء بالوفاء بالتزاماتهم المالية في التواريخ المحددة، مما قد يؤدي إلى انخفاض قيمة العوائد الدورية، ففي هذه الحالة يقتطع من صندوق الاحتياطي الداخلي للمشروع الاستثماري، على أن يتم تسديد هذا المبلغ إلى الصندوق فور تسديد العملاء، ما عليهم من التزامات مالية، وكلما ازدادت نسبة الاحتياطيات الداخلية كلما كان المركز المالي للمشروع الاستثماري أكثر متانةً وصموداً أمام الأزمات. ويصلح تكوين الاحتياطيات مع كل أنواع الصكوك الاستثمارية.

• **استراتيجية التنوع:** إن التنوع مبدأ استثماري مهم في النظرية المالية التقليدية، ويمكن تطبيقه في الصناعة المالية الإسلامية، والذي يمثل استراتيجية استثمارية لتدنيه المخاطر، يتلخص مفهومه في الحكمة القائلة «لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة» "Not Putting All Eggs In One Basket" أو عليك بنشر المخاطر "the Risk Spread" والهدف الرئيسي للتنوع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، والذي يفيد في تقليل الخسائر

عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مربحة بالعملة نفسها، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمربحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء ويُلاحظ على هذه الاستراتيجية (التحوط) بجميع مكوناتها صلاحيتها للصكوك الخاصة أكثر منها للصكوك الحكومية، نظراً لكون الصكوك الحكومية أكثر أماناً وضماناً من الصكوك العادية.

• **الحوكمة:** وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملاً من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمرًا ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديد الجهات وتوزيعه المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصييك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية باعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة.

ويدرسنا لمخاطر الصكوك برزت مشكلة الوكالة وتعارض المصالح كعامل مشترك بين العديد من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، والحوكمة جاءت لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والإدارة (الموكل والوكيل) والتي تقوم عليها معظم أطراف عملية التصييك، ولعل التجارب أثبتت أن معالجة هذه المشكلة (مشكلة الوكالة) لن تتم بمزيد من اللوائح والقوانين لأن هناك أحداثاً في المستقبل قد لا يشملها العقد، وأن هناك قدراً من السلوك لا يمكن إحكامه إلا بقوة الجانب الأخلاقي للمُسيرين . وقد قدمت المؤسسات الدولية التقليدية والإسلامية الحوكمة كعلاج متطور لهذه المخاطر، ومن بين أهم الاستراتيجيات الضرورية لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، والتي لا بد أن تتخذ مسارات شرعية ومالية وإدارية، نذكر ما يلي:

• **حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية:** حيث يتعين هنا قيام طالب الأموال (المنشئ) بإنشاء هيئة

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

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

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

كما يمكن استخدام العربون كأداة تحوطية، بطريقة تشبه خيار الشراء (call option) حيث يكون مبلغ العربون هو مقابل إعطاء المشتري حق اصطفاء خير الأمرين له في مدة الخيار، إلا أنه يختلف عنه في أن الثمن المدفوع هو جزء من ثمن السلعة وليس ثمن الخيار ولا ثمن مستقل للخيار. يمكن كذلك التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملة مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة

الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي الوقت نفسه أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة. ومن أهم الإصدارات الحكومية السودانية للصكوك الإسلامية، ما يلي:

1. شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم): وهي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية في مؤسسات مصرفية ربحية (قاعدة الشهادات)، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول، وتصدر هذه الشهادات استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكوّنة للشهادة، وتم إصدار هذه الشهادات في جوان 1998 م، بهدف استخدامها في إدارة السيولة وتنظيمها (التحكم في السيولة عند المصارف).

- شهادات المشاركة الحكومية (شهامه): قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 08/05/1999 م، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكيلاً ومروجاً للأوراق المالية الحكومية، استندت هذه الشهادة على ملكية الدولة للأسهم في بعض الشركات والمؤسسات الربحية، وتصدر هذه الشهادات أيضاً استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والمصارف والمؤسسات، وتهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز (الاستدانة من النظام المصرفي)، كما أنه يمكن تداولها في السوق الثانوي.

صكوك الاستثمار الحكومية (صرح): عبارة عن وثيقة ذات اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبياً كم 5 - 7 سنوات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في مايو 2003 م، وكان من بين

ذات غرض خاص كشركة مساهمة، يكون رأس مالها قيمة الصكوك المصدرة، ويمثل كحملة الصكوك حصصاً فيها بنسبة ما يحملونه، ومن الممكن أن ينضم إليهم المنشئ كشريك بما يحمله من صكوك باحتفاظه بنسبة منها، ومن الممكن في هذه الحالة أن يتم تعيينه مديراً للهيئة الخاصة، مع إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة، من خلال جمعية تتضمن ممثلين منهم، تقوم بمراقبة أعمال الهيئة ومحاسبة إدارتها كل فترة مالية، ومن خلال هذا يمكن التخفيض والتقليل من مخاطر التشغيل نتيجة تخفيض المخاطر الإدارية مع ضرورة تطبيق الحوكمة على مختلف أطراف عملية التصكيك التي تربطه مع هيكل التصكيك، وهذا من شأنها لتخفيف والتقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك، مع ضرورة أيضاً حوكمة العلاقة بين أطراف التعاقد في صيغ التمويل الإسلامية التي تبنى عليها إصدارات الصكوك الإسلامية.

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

ويلاحظ هنا أن هذا الإجراء قد يكون ضرورياً أكثر إذا كانت المؤسسات المالية الإسلامية تمثل حملة الصكوك الحكومية، مما يشكل ضغطاً أكبر على الجهة الحكومية المصدرة لإلزامها بالتقيد بالضوابط الشرعية لتسويق أكبر لصكوكها. (ناصر، وبن زيد، 2012، ص 19 - 20).

دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية للفترة (2005 - 2010).

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز

لذلك سنقتصر في دراستنا هذه على الصكوك الحكومية المدرجة فقط، من خلال إعطاء نظرة حول عدد وقيمة تداولها ومقارنتها مع قطاع الأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

أ. عدد وقيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال 2005-2010 م:

نظراً لكون الدراسة تمتد على الفترة ما بين 2005-2010م، فقد اقتصرنا على كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، دون شهادات إجازة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة نلاحظ من خلال الشكل رقم (1)، أن عام 2010 م شهد أكبر عدد في إصدارات الصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010 م)، ويرجع ذلك وبشكل أساسي للعدد الكبير من إصدارات صكوك (شهامه) بالسوق في تلك السنة، ويلاحظ أن عامي (2006 2007) م شهدا تراجعاً في عدد الإصدارات المدرجة بالسوق، وقد سجل عام 2007 م أعلى نسبة تراجع مقارنة مع عام 2005 م، إلا أن الاتجاه العام لعدد إصدارات الصكوك المدرجة في السوق ظهر في تزايد خلال السنوات الأخيرة (2008-2009)، كما نلاحظ أن عدد إصدارات (شهامه) تمثل ما نسبته 79 % من إجمالي عدد الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وباقي النسبة 21% تمثل عدد إصدارات الصكوك (صرح) المدرجة بالسوق.

أما بالنسبة لقيمة تداول الصكوك الحكومية في السوق، نجد أن معدل قيمة التداول السنوي لصكوك المشاركة الحكومية (شهامه) شكل ما نسبته 91 % من معدل قيمة التداول الإجمالية للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010م)، مقارنة مع 9% معدل قيمة التداول السنوي في الصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، كما هو مبين في الشكل (2).

أهم أهدافها تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.

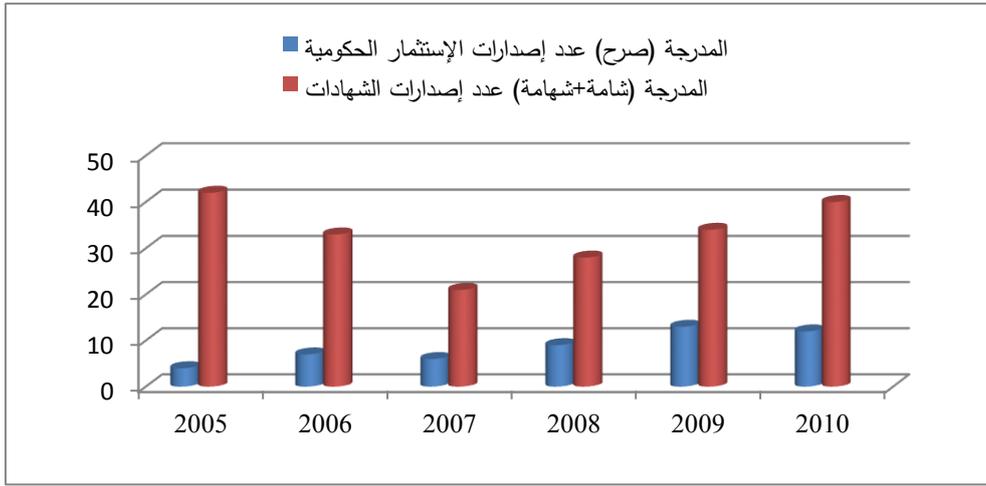
شهادات إجازة البنك المركزي (شهاب): تم إصدار هذه الشهادة في 30 أوت 2005 م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) تصدر هذه الشهادات استناداً إلى عقود الإجازة واعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات، وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط ولا يجوز تداولها إلا مع البنك المركزي بيعاً وشراءً (ليست للجمهور)، وتستخدم لإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد.

شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية (شموخ): هذه الشهادات عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة، تم إصدارها في إبريل 2009 م، بهدف أساسي هو تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، وإيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات، وذلك بإصدارها وعرضها للمستثمرين.

شهادات إجازة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة): عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء أصول مصفاة الخرطوم وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية سنوية تتراوح ما بين 12 إلى 14 %، تم إصدارها في 27/10/2010، وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010 م، إلا أنه لا توجد معلومات كافية عنها، كمنشأة إصدار مثلاً.

الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005 - 2010 م) من خلال بعض الأرقام والمؤشرات:

أدرجت في سوق الخرطوم للأوراق المالية ثلاثة أنواع من الأوراق المالية الحكومية السودانية هي: (شهامه، وشامة، وصرح)،



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

(المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي 2010 م، ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية)

وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، دون شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترو (شامة)، نظراً لإدراجها وتداولها في آخر شهر من فترة الدراسة (ديسمبر 2010م) ونظراً لعدم وجود تداول على صكوك (صرح) في الأشهر الأولى (من جانفي إلى ماي 2005 م) من فترة الدراسة، تم الاقتصار على (67 مشاهدة) لكل من شامة وصرح، وتم احتساب معدل العائد (R) والذي نقصد به التغيير أو مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، أما معدل العائد فهو نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة (d) إلى سعر (P)، وعلية يمكن القول أن معدل العائد (R) وهو معدل العائد (Rd) عندما (d=0)، وتتمثل التوزيعات المدفوعة (d) في الصكوك الإسلامية في متوسط العوائد السنوية المدفوعة لحملتها، ويتم حساب معدل العائد كالتالي:

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

حيث إن

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

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

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

P_{t-1} : سعر الإغلاق في اليوم (t-1).

وحسب الجدول رقم (5) الموضح في الملحق، نلاحظ أن الاتجاه العام لقيمة التداول بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية هو في تزايد خلال الفترة (2005-2010 م)، بينما يلاحظ الانخفاض الكبير والمستمر في قيمة تداول الأسهم المدرجة بالسوق، رغم الزيادة الواضحة في عددها خلال فترة الدراسة، وبذلك يشكل معدل قيمة التداول في الصكوك الحكومية ما نسبته 68% من متوسط قيمة التداول الإجمالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مقارنة مع 32% متوسط قيمة التداول في الأسهم خلال فترة (2005-2010 م).

قياس وتحديد بعض مخاطر الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

نحاول من خلال ما يلي قياس المخاطر النظامية وغير النظامية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010 م)، باستخدام بعض الأدوات الإحصائية والمالية المطبقة في قياس مخاطر الأوراق المالية التقليدية والملائم تطبيقها على الصكوك الإسلامية.

وتتمثل الدراسة ومجتمعها وعينتها في استخدام أسعار الإغلاق الشهرية للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شامة)

أما بالنسبة لقيمة المعامل (β^i) المحسوبة لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت 0.003، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة واحدة في عائد مؤشر السوق يقابله زيادة في عائد صكوك (صرح) بقيمة 0.003، وبما أن القيمة أقل من الواحد ($\beta^i < 1$) فهذا يدل على أن تقلبات عائد صكوك (صرح) أقل من تقلبات عائد أسهم الشركات المدرجة في السوق، أي أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة السوق.

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

ب. حساب المعامل بيتا (β) للصكوك الحكومية السودانية مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية (The Dow Jones City group Sukuk Index):

قبل حساب وتحليل قيم معاملات بيتا (β^i) المحسوبة للصكوك الحكومية السودانية (صرح وشهامه) المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية مع المؤشر العالمي (داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية).

جدول (2) قيمة معامل بيتا (β^i) للصكوك الحكومية السودانية مع مؤشر داوجونز سيتي غروب

البيان	قيمة بيتا (β^i)
صكوك شهامة	0.009
صكوك صرح	-0.0142

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام Eviews برنامج.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول السابق، نلاحظ أن قيمة معامل بيتا (β^i) المحسوبة لصكوك (شهامه) مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك حيث بلغت 0.009، أي أن الزيادة في عائد سوق الصكوك العالمي والمعبّر عنها بعائد مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك يقابله زيادة في عائد صكوك (شهامه) بقيمة 0.009، وبما أن هذه القيمة أقل

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

وذلك بحساب المعامل (β) لقياس التغير الحاصل في العائد كل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، نتيجة التغير في عائد السوق على مستويين محلي وعالمي، مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية باعتباره مؤشراً محلياً، أما المؤشر العالمي فيتمثل في مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك الإسلامية (The Dow Jones City group Sukuk Index).

أ. حساب المعامل بيتا (β) للصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

يوضح الجدول التالي يوضح قيمة المعامل بيتا (β^i) المحسوبة للصكوك الحكومية السودانية لكل من شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية (مؤشر محلي).

جدول (1) قيمة معامل بيتا (β^i) للصكوك الحكومية السودانية مع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

البيان	قيمة بيتا (β^i)
صكوك شهامة	-0.002
صكوك صرح	0.003

• المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews.

أظهرت النتائج في الجدول السابق، أن قيمة معامل الحساسية (β^i) بالنسبة لشهادات الحكومية (شهامه) بلغت -0.002، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في العائد مؤشر السوق يقابله انخفاض في عائد صكوك شهامة بقيمة 0.002، أي أن اتجاه تحرك عائد صكوك شهامة معاكس لاتجاه تغيرات عائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة والمعبّر عنها بعائد المؤشر العام للسوق، وعالية نستنتج أن مخاطرة صكوك شهامة أقل من مخاطرة السوق.

في سوق الصكوك الإسلامية العالمية المعبر عنها بمؤشر داو جونز سيتي غروب للصكوك.

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

نحاول قياس المخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة) للصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010م، من خلال قياس درجة تقلب معدل عائدها بحساب الانحراف المعياري باعتباره مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير نظامية للورقة المالية.

كما يبين الجدول التالي أن الصكوك الحكومية السودانية (شهادة وصرح) تتميز بمخاطر أقل مقارنة مع أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك استناداً إلى مؤشر تذبذب عائد الصكوك الحكومية ومؤشر السوق والمعبر عنه بالانحراف المعياري.

جدول (3) الإحصائيات الوصفية الأساسية للصكوك الحكومية السودانية ومؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

	صكوك صرح	صكوك لشهادة	المؤشر العام للسوق
Mean	0.000111	0.000198	-0.003215
Median	0.000000	0.001033	4.233506
Maximum	0.015862	0.041459	0.096973
Minimum	-0.011363	-0.025512	-0.105783
Std. Dev.	0.004248	0.012649	0.039085
Observations	67	67	67

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews.

المحفظة المالية، حيث أن كل زيادة في العائد يترتب عنها زيادة في المخاطرة، ولكن لا تنطبق على حالة عائد مؤشر السوق والتي تتميز بمخاطرة أكبر وعائد أقل مقارنة مع الصكوك الحكومية المدرجة بالسوق.

تحديد مخاطر أخرى للصكوك الحكومية السودانية:

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

من الواحد ($\beta_1 < 1$)، فإن مخاطرة صكوك (شهادة) أقل من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي، ذلك أن مستوى تقلب عائد المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك أكبر من مستوى عائد صكوك (شهادة).

أما بالنسبة لقيمة المعامل بيتا (i^{β}) المحسوبة لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) فقد بلغت -0.0142، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى عائد مؤشر السوق العالمي للصكوك الإسلامية يقابله نقصان في عائد صكوك (صرح) بقيمة -0.0142، وبما أن قيمة المعامل بيتا لصكوك (صرح) أقل من الواحد ($\beta < 1$) ولكنها سالبة، يعني أن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة سوق الصكوك العالمي ولكن اتجاه تحرك عوائدها معاكس لاتجاه مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك.

وبناء على النتائج المتحصل عليها نستنتج أن الاستثمار في الصكوك الحكومية السودانية أقل من مخاطرة من الاستثمار

أظهرت النتائج الإحصائية أن تقلب عائد صكوك شهادة حول وسطها الحسابي (الانحراف المعياري %) خلال فترة الدراسة يقارب 1.26% أما بالنسبة لصكوك (صرح) فقد وصل إلى 0.42%، وبالنسبة لمؤشر السوق فقد وصل الانحراف المعياري لعائد ما يقارب 4%.

بالنظر إلى متوسط العائد والمعبر عنها (Mean) والتي تقترب من الصفر، نجد أن صكوك (شهادة) تتميز بمتوسط مردودية ومخاطرة أعلى مقارنة مع صكوك (صرح)، وهذا موافق لنظرية

وللاشارة فإن محاولة ربط العوائد الدورية للصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة لليبور (LIBOR) ينطبق على العديد من إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة العالمية والخليجية، سعيًا منها للتقريب بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية من حيث العائد، حتى تلقى هذه الأخيرة قبولاً في الأسواق العالمية، وللتأكد من هذه الظاهرة، حاولنا دراسة العلاقة بين معدل الفائدة لليبور والعوائد على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية (صكوك شهامة وصرح)، و للتأكد من مدى ارتباط وتأثر العائد على الصكوك الحكومية السودانية بمعدل الفائدة لليبور، انطلقنا من فرضية أن الصكوك الحكومية السودانية تتخذ معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائدها (وذلك بوجود علاقة طردية بينهما). ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين معدل الفائدة لليبور ومردودية الصكوك الحكومية السودانية، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (4) الإحصائيات الوصفية الأساسية للصكوك الحكومية السودانية ومؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

البيان	معامل الارتباط	مستوى الدلالة Sig	معامل الانحدار (β)
صكوك شهامة	0.046	0.703*	0.0005-
صكوك صرح	0.088-	0.481*	0.0039

• المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة واستخدام برنامج Eviews.

5.3.2.4 محاولة تحديد أهم استراتيجيات المطبقة في إدارة

مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

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

1. تجاوزها للمخاطر القانونية بوجود إطار للتشريعات القانونية للتعامل بهذه الأداة في السودان، حيث اعتمدت الصكوك السودانية على قانوني سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م وقانون صكوك التمويل لسنة 1995م.

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

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

ثانياً: مخاطر الثقة: تعاني الصكوك الحكومية السودانية في المدة الأخيرة من هذا النوع من المخاطر، حيث يشكك البعض ومن داخل السودان في شرعيتها من عدة نواحي، منها أن طريقة حساب العائد الدوري تتم بالاسترشاد بمعدل الفائدة لليبور (LIBOR). هذه الشكوك من شأنها أن تؤثر على سمعة الصكوك الحكومية السودانية خاصة لدى من يرغب في الاستثمار فيها.

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين التغير في سعر الفائدة لليبور والتغير في عوائد الصكوك الحكومية (شهامة وصرح)، لأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية لكل من صكوك (شهامة وصرح) (0.703، 0.481) على التوالي أكبر من (مستوى الدلالة 0.05)، وبالتالي لا يتخذ معدل الفائدة لليبور كسعر مرجعي في تحديد عوائد صكوك شهامة وصرح، وهذا يؤكد عدم صحة الفرضية السابقة.

لكن مع ذلك يبقى هذا المشكل قائماً، إذ أن انتشار الشكوك حول شرعية هذه الصكوك، يصعب نفيه لدى عامة الناس من حملتها، إذ من غير المتاح لهؤلاء التأكد من سمتها الشرعية بدراسات ميدانية.

على مستوى الجهات الرقابية والإشرافية للدولة، أو على مستوى جهات الإصدار وسوق التداول، وحتى وإن وجدت استراتيجية لذلك، فإنها لا ترقى إلى مستوى حجم وأهمية هذه الصناعة في السودان.

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

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

اقتراح استراتيجيات أخرى لإدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية:

بالإضافة إلى الاستراتيجيات التي تم رصدها، نحاول من خلال ما يلي، اقتراح بعض الاستراتيجيات الأخرى التي من شأنها تقليص مخاطر الصكوك الحكومية إلى مستويات دنيا، ويمكن أن تجعل منها أداة مالية إسلامية تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة البديلة من منظور إسلامي، باعتبار أن العائد الموزع على الصكوك الحكومية السودانية يمكن أن يمثل ذلك، كبديل عن سعر الإقراض الربوي (معدل الفائدة) باعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى مخاطرة، والعائد على السندات التقليدية الحكومية.

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

ومن خلال دراستنا لاستراتيجيات إدارة مخاطر الصكوك الحكومية السودانية نقدم أهم الاستراتيجيات التالية:

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

ثانياً: الاعتماد على الاحتياطات وتقديم الضمانات (الكفالة وضمان من طرف ثالث) خاصة من قبل بنك السودان المركزي، حيث نص على ذلك كل من قانون صكوك التمويل 1995 م، ونشرات الاكتتاب.

ثالثاً: دراسة الجدوى والاعتماد عليها في تحديد نسبة الأرباح المتوقعة لعوائد الصكوك الحكومية، وقد اكتفت شركة السودان للخدمات المالية في موقعها الإلكتروني وفي نشرات الإصدار، بالإعلان عن أن نسبة الأرباح المتوقعة لإصدارات الصكوك كانت بناءً على مؤشرات هذه الدراسة، ولكن دون توضيح لها أو حتى ملخص تنفيذي عن طبيعة مشروع الاستثمارات التي تستند إليه إصدارات الصكوك، يسترشد ويستدل بها المستثمر لدراسة جدوى هذه الاستثمارات والأرباح المتوقعة منها قبل الدخول فيها. ونتيجة حول تقييمنا لمستوى إدارة مخاطر الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، سجلنا ضعفاً واضحاً وعدم اهتمام بموضوع إدارة مخاطر الصكوك الحكومية سواء

أولاً: التأمين الإسلامي (التكافلي أو التبادلي):

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني في السودان، نرى أنه لا توجد صعوبات في تطبيق هذا الاقتراح (التأمين الإسلامي)، والتي ترجع تجربته إلى عام 1978 م، من خلال شركة التأمين الإسلامية التابعة لبنك فيصل الإسلامي السوداني باعتبارها أول شركة تبدأ العمل بنظام التأمين الإسلامي وباعتبار السودان صاحبة السبق في ذلك، إلا أننا لا نجد شركات تأمين متخصصة في التأمين على مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، رغم أن هناك تجارب دولية في هذا المجال منها المؤسسة المالية الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية بجدة.

لذلك نرى أن للسودان الإمكانيات والمتطلبات الأساسية في تطبيق التأمين التعاوني ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين إسلامية متخصصة في ذلك، ويكون عن طريق إنشاء صندوق ضمان خاص للصكوك الحكومية المصدرة في المتطلبات الشرعية، ويلزم الصندوق بسداد مستحقات حملة الصكوك في وقتها عند عجز المصدر عن السداد، بينما يقوم مصدر أو مديرو الصكوك بسداد الاشتراكات (أقساط التأمين) للصندوق، وذلك من خلال قيام المصدر مُمثلاً 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، وسيساعد ذلك السودان التي لا تتمتع بتصنيف ائتماني، على إمكانية اقتحام أسواق المال العربية وحتى العالمية والحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وخططها التنموية عن طريق إصدار الصكوك.

ثانياً: تطبيق الحوكمة:

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

أ. بالنسبة للمؤسسات العامة المصدرة للصكوك الإسلامية في السودان، ونقترح ما يلي:

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

2. ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الحكومية السودانية من قبل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (البحرين)، والتي تراعي في تصنيفها الضوابط الشرعية لهذه الصكوك.

3. ضرورة التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك الحكومية السودانية من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، حيث يعد ذلك مؤشراً مهماً للمستثمرين في الإصدارات السيادية، وحتى تلقى القبول في الأسواق الدولية.

4. ضرورة تعديل قانون صكوك التمويل لسنة 1995 م، حتى يتماشى مع المتغيرات السائدة، وأن يضم توضيحاً لعمليات تصكيك الأصول من جهة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، وضوابط جهة الإصدار (الحكومة)، والبيع الفعلي، وجوانب حول حالات الفائض والعجز في السيولة والرجوع للمنتشى، والتوضيح الجيد لطبيعة التعاقد بين حملة الصكوك وشركة السودان للخدمات المالية، مع ضرورة ذكر وتوضيح لحالات النزاع وطرق علاجها بين أطراف عملية التعاقد (حملة الصكوك والحكومة) حتى يكون ذلك للمستثمرين سنداً قانونياً أو شرعياً يقوي حججهم في حالة وقوع خلاف بينهم وبين الحكومة.

5. تعيين جهات مستقلة عن الحكومة لإعطاء مصداقية وشفافية أكثر في إثبات حالات الخسارة (أي أنها ناتجة عن إهمال وتقصير المضارب أم لا)، ذلك أن الخسارة يتحملها حملة الصكوك، وتتحمل الدولة ممثلة في شركة السودان للخدمات المالية الجهد الذي بذلته في إدارة موجودات هذه الصكوك، ومن الصعوبة في حالة النزاع إثبات تقصير الحكومة وإهمالها إلا بوجود جهات خاصة ومستقلة عن الدولة تثبت ذلك، وتتمتع بالمصداقية والشفافية.

مفاهيم الحوكمة والضبط المؤسسي، من أهمها إنشاء قسم خاص يعنى بإدارة مختلف مخاطر السوق، المالية والشرعية والتشغيلية والاستراتيجية وغيرها، والتي نراها مفقودة في البنية التنظيمية للسوق حالياً، مع إلغاء الجمع بين رئاسة مجلس إدارة السوق ورئاسة مجلس إدارة بنك آخر والمتمثل حالياً في محافظ بنك السودان المركزي.

5. 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.

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

7. من بين أهم الاستراتيجيات أيضاً ضرورة العمل على إنشاء جهة رقابية إشرافية على السوق، وكحل مبدئي يمكن تبني حزم الرقابة المطبقة في بنك السودان المركزي بواسطة سوق الخرطوم للأوراق المالية مع مراعاة اختلاف طبيعة النشاط المصرفي عن أنشطة الاستثمار بالأوراق المالية، وبعد تكوين هيئة سوق المال يعاد تنظيم جميع أعمال السوق وفقاً لسلطاتها الواردة في القانون.

من خلال هذه الدراسة المتواضعة يمكن الخروج بمجموعة من النتائج ندرجها كما يلي:

1. تستمد الهندسة المالية الإسلامية مبادئها من قيم الشريعة الإسلامية التي تدعو إلى التحديث والتطور باستمرار ضماناً لحسن الأداء وإيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار توجهات الشريعة الإسلامية.

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

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

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

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

9. ضرورة وجود نشرة إصدار عند كل إصدار، 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.

10. 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 ما يلي:

1. الإسراع بتطبيق المبادئ الأساسية للحوكمة في السوق.

2. بناء مؤشر لسوق الصكوك الإسلامية السودانية لتحديد سعر القيمة العادلة للشهادة.

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

4. ضرورة اعتماد هيكل تنظيمي جديد ومتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للسوق لمواجهة التحديات المستقبلية، من خلال استحداث أقسام وإدارات جديدة في بنية الهيكل التنظيمي، والتي تعد ضرورية لترسيخ

8. تتوفر للشريعة الإسلامية العديد من وسائل التعامل مع المخاطر ما يحقق العدل لأطراف التعامل وليس تحقيق مغرم لطرف على حساب مغرم لطرف آخر، كما هو الحال في أدوات التحوط الغربية المعاصرة من بدع المشتقات المالية التي تقوم على بيع الدين بالدين المنهي عنه شرعاً، فيها لا يتم تسليم ولا تسلّم ولا قبض للسلع أو الثمن ويؤخر فيها كلا العوضين الثمن والمثمن.

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

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

11. بعد الدراسة التطبيقية على كل من صكوك (شهامه) و (صرح)، وبالنسبة للمخاطر النظامية، وبعد حساب قيمة معامل الحساسية (β_i) بالنسبة لشهادات الاستثمار الحكومية (شهامه) تبين لنا أن مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق، وأن مخاطرة صكوك (صرح) أقل من مخاطرة السوق أيضاً، أي أن كلاهما أقل مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بالسوق، وهذا على المستوى المحلي.

أما على المستوى العالمي، وبالنظر إل قيمة المعامل بيتا (β_i) المحسوبة لصكوك (شهامه) مع المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك تبين أن مخاطرة هذه الصكوك أقل من مخاطرة سوق الصكوك على المستوى العالمي، ذلك أن مستوى تقلب عائد المؤشر العالمي داوجونز سيتي غروب للصكوك أكبر من مستوى مردودية صكوك (شهامه). أما مخاطرة صكوك (صرح) فهي أقل من مخاطرة سوق الصكوك العالمي ولكن اتجاه تحرك عوائدها معاكس لاتجاه تحرك عائد مؤشر داوجونز سيتي غروب للصكوك.

3. من بين أهم التحديات التي تواجه صناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها افتقارها للكفاءات البشرية المؤهلة ومحاكاتها لنظيراتها التقليدية في بعض منتجاتها.

4. يمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى نوعين رئيسيين هما: المخاطر العامة: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع، والمخاطر الخاصة: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة.

5. تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر كغيرها من الاستثمارات المالية كمخاطر السوق، المخاطر القانونية، مخاطر التشغيل، المخاطر الائتمانية وغيرها من المخاطر.

6. ينظر الإسلام للمخاطر باعتبارها من مقومات المنهج الاستثماري الإسلامي حيث من مسلماته المشاركة في الغنم والغرم. ونظرة الإسلام للمخاطر لا تحول دون وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال عدد من الخطوات بمقتضاها يتم تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، ثم تنفيذ القرار اعتماداً على العديد من الاستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية التي تهدف إلى تجنب المخاطر أو توزيعها أو قبولها.

7. تتعدد الاستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن هذه الاستراتيجيات دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها، والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن وضمان الطرف الثالث، كما أن من هذه الاستراتيجيات أيضاً التأمين التعاوني، والاحتياطات، والتحوط، وكذلك من هذه الاستراتيجيات التنوع سواء أكان متعلقاً بتنوع جهة الإصدار أم بتنوع تواريخ الاستحقاق، أم التنوع القطاعي، أم التنوع الدولي، وكذلك حوكمة جهات المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية، وكذلك حوكمة الهيئات الشرعية.

حيث لا يزال الكثير من المسلمين يجهلون الفرق بين القرض في المصرف التقليدي والتمويل في المصرف الإسلامي، وتجد البعض لا يفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية، ومن هذا المنطلق يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تأخذ على عاتقها مهمة توعية أفراد المجتمع بأهميتها والتعريف بمنتجاتها مع توضيح الفرق بين منتجاتها ومنتجات غيرها وضرورة فتح تخصصات تعني بالمعاملات المالية الإسلامية في جامعاتنا، فمن غير المعقول وجودها في جامعات دول غير إسلامية مثل: بريطانيا وعدم انتشارها عندنا.

وكذلك ضرورة تصنيف الصكوك الحكومية السودانية إتمانياً من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، وكذا الاستعانة بالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف في هذا المجال، وهو الإجراء الذي يبعث الثقة ويجلب المستثمرين فيها من جهة، ويعزز من حوكمة هذه الصكوك كما ورد بالدراسة، وأيضاً ضرورة التأمين الإسلامي على مخاطر الصكوك الحكومية السودانية، من خلال دعوة الدولة إلى إقامة شركات تأمين متخصصة في ذلك وتطبيق الحوكمة على جميع أطراف وآليات الصكوك الحكومية السودانية، وفق إجراءات تم توضيحها أثناء الدراسة، وهو ما من شأنه أن يذلل العديد من الصعوبات التي تواجهها الصكوك الحكومية في السودان.

قائمة المراجع

1. آل شبيب، دريد كامل (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، عمان: دار المسرة للنشر والتوزيع والطباعة.
2. الشرياصي، أحمد (1981). المعجم الاقتصادي الإسلامي، بيروت: دار الجيل.
3. المؤمني، غازي فلاح (2002). إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، عمان: دار المنهاج.
4. توفيق، محب خلة (2011). الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، ط1، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
5. دوابه، أشرف محمد (2009). الصكوك الإسلامية (بين النظرية والتطبيق)، ط1، القاهرة: دار السلام.

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

13. بالنسبة لمخاطر الثقة، أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين التغير في سعر الفائدة لبيور (LIBOR) والتغير في عوائد الصكوك الحكومية (شهامة وصرح)، وبالتالي لا يتخذ معدل الفائدة لبيور كسعر مرجعي في تحديد عوائد هذه الصكوك مما يخفض من مخاطر الثقة فيهما أيضاً.

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

ومن أهم التوصيات التي أوصت بها هذه الدراسة ما يلي:

على المؤسسات المالية الإسلامية اختيار الكفاءات البشرية التي تجمع بين الفقه في المعاملات المالية والكفاءة المهنية، على المستويين الشرعي والاقتصادي لابتكار أدوات مالية تعزز من الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية بشكل خاص، وفي المؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام أما الموارد البشرية الغير المؤهلة فمن الضروري صقلها من خلال دورات فقهية في المعاملات المالية الإسلامية كما يجب على المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الإسلامية مراعاة الضوابط الشرعية لإصدار وتداول تلك الصكوك، فذلك هو صمام الأمان كما يجب منح الثقة في مخرجات الهندسة المالية الإسلامية وإعطائها الشرعية والمصادقية، عن طريق توحيد الفتاوى الشرعية التي تتعلق بها وإلزام المؤسسات المالية الإسلامية بالقرارات الصادرة عن المجامع الفقهية وكذلك القيام بتوعية العامة بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية،

6. ریحان، بكر (2002). صیغ التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية، عمان: بنك الإسلامي الأردني.
7. سولیم، سامي بن إبراهيم (2004). صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، الكويت: شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة.
8. شحاتة، حسين و فياض، عطية (2001). الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، ط1، القاهرة: دار الطباعة والنشر الإسلامية.
9. هندي، منير (1999). الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الإسكندرية: منشأة المعارف.
10. الدماغ، زياد (2010). مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، ورقة مقدمة إلى: on Islamic banking and finance : cross Border 15/16/06/2010, practices and Litigation, Malaysia International conference
11. انظر المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17)، الصكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 1431 هـ / 2010 م.
12. المطلق، عبدالله بن محمد (2011). الصكوك الإسلامية (عرض وتقديم)، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، السعودية: 24-26 ماي 2010 .
13. القرى، محمد بن علي: حقيقة بيع الصكوك لحاملها، ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابع، جدة، السعودية ، 13-14 ديسمبر 2011.
14. أوناغن، عبدالسلام إسماعيل (2010). المبادئ الأساسية للتأمين التكافلي وتأصيلها الشرعي، المؤتمر التأمين التعاوني (أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة منه)، جامعة الأردنية، عمان- الأردن: 11-13 أبريل .
15. بوخاري، لحو والعايب، وليد (2011)، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهونات المستقبل، جامعة غرداية، 23-24 فيفري.
16. خطاب، كمال توفيق (2009). " الصكوك الاستثمارية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.
17. خضيرات، عمر ياسين محمود (2001)، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي ، الواقع .. ورهونات المستقبل، جامعة غرداية، 23-24- فيفري .
18. جباري، شوقي وخميلي، فريد (2010). دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من المنظور الاقتصادي الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1 - 2 ديسمبر .
19. سعيد، حسين (2010). إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، 27-28 أبريل طرابلس، ليبيا.
20. ناصر، سليمان وبن زيد، ربيعة (2012). إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية "دراسة تطبيقية على صكوك الحكومة السودانية"، الملتقى الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، معهد الدراسات المصرفية- عمان، الأردن، 6 - 7 - 8 أكتوبر .
21. مجلة مجمع الفقه الإسلامي (1988). مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، العدد 5، المجلد 2، جدة، السعودية، 10=15 ديسمبر، ص ص 754-965.
22. محمد، فتح الرحمن على (2012). إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة 5-6 أبريل ، ص ص 1-30.
23. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية (2010): المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (08) الضمانات، المنامة، البحرين.
24. تقرير السنوي لسنة 2010 الصادر عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.
25. الدماغ، زياد جلال (2010)، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية "نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير

27. قندوز، عبدالكريم (2007). صناعة الهندسة المالية الإسلامية العالمية، ماليزيا. رسالة دكتوراة غير منشورة، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا.
26. بو نقاب، مختار (2012)، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية "دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مبتكرة لعينة من المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 2007-2012"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
28. Ayub, Muhammad(2011), "Securitization Sukuk and Fund Management Potential to be Reallized Islamic Financial Institutions"consulte le 20/07/2001

الملحق

التعيين	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد إصدارات (شهادة+ شامة) المدرجة	42	33	21	28	34	40
قيمة تداول الشهادات (جنيه سوداني)	194 407 273,65	799 901 524,73	1 068 597 776,77	1 283 236 066,02	1 836 256 784,13	2 157 933 832,95
عدد إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) المدرجة	4	7	6	9	13	12
قيمة تداول صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)	35 978 016,15	112 583 217,40	113 514 854,28	76 087 764,15	126 804 297,25	70 156 385,51
إجمالي إصدارات الصكوك الحكومية السودانية المدرجة	46	40	27	37	47	52
إجمالي قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية (جنيه سوداني)	230 385 290	912 484 742	1 182 112 631	1 359 323 830	1 963 061 081	2 228 090 218
عدد الأسهم المدرجة	274 366 808	188 659 120	89 680 785	12 600 742	3 473 469	3 803 710
قيمة تداول الأسهم (جنية سوداني)	975 308 400,35	1 147 985 511,91	600 691 472,43	472 482 032,46	245 508 282,91	182 977 913,40

المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي 2010 م ونشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.