

- يُقبل الانحراف المعياري مقياساً للمخاطر، في حالة واحدة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاستثمارات المعروضة، أما في حالة عدم التساوي بينها، فتقاس المخاطر بمعامل الاختلاف Coefficient of Variation باعتباره مقياس نسبي للمخاطر Relative Measure of Risk .

ثالثاً: الصكوك الإسلامية والمخاطرة :

تتعرض الصكوك الإسلامية لبعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسابات عند عملية الإصدار بواسطة المصدرين Issuers- والمستثمرين Investors - على السواء، فهي أداة مالية كأى أداة أخرى.

- من خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي تختلف باختلاف:

- هياكل إصدار الصكوك (حسب صيغ البيوع والتمويل والاستثمار الإسلامية).
- الموجودات المكونة لهذه الصكوك، فهي تمثل أصولاً غير نقدية، قد تكون عقارات أو وسائل نقل، أو معدات، وقد تكون أنشطة زراعية أو صناعية، أو مشاريع خدمية، وهذه الأصول بطبيعتها الحال معرضة للتلف أو انخفاض القيمة. - وتتنوع المخاطر باختلاف الموجودات، سواء كانت ثابتة أو منقولة أو خدمات. من المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه الصكوك ما يلي:

١- مخاطر الائتمان Credit Risk:

ترجع هذه النوعية من المخاطر ترجع إلى :

- عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد.
- عدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام

السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات صكوك المربحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع - إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم -، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المربحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمانحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلباً على عوائدها، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

٢- مخاطر السوق Market Risk:

تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار وسوق التداول.

أ) مخاطر سوق الأصول الحقيقية Real Assets Market Risk:

وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول حقيقية (سلع وخدمات) تباع في الأسواق، لذا فقد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

ب) مخاطر سوق المال Capital Market Risk:

ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

• مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk :

وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة:

- تقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة.

- إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى

- إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض

العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجحات والتجارة الدولية.

• مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk :

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

• مخاطر أسعار الأوراق المالية Securities Rates Risk :

وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت

هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات

والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

• مخاطر التضخم Inflation Risk :

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

٣- مخاطر التشغيل Operation Risk :

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت:

أ- المخاطر العامة: إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

ب- المخاطر الخاصة: إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر (الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

٤- مخاطر المخالفات الشرعية :

حيث إن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، فإن مخالفتها

لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط، وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة، حيث ترجع إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ.

(٥) المخاطر القانونية :

تمثل بوجود تعارض بين النظم والتشريعات السائدة وأحكام الشريعة الإسلامية، وإهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم. ومن هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأن هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

**** من المخاطر الأخرى التي يمكن أن تواجه الصكوك ما يلي:**

(٦) مخاطر التعثر من جانب الملتزمين Obligors . مخاطر تعدي أل SPV

(٧) مخاطر ارتفاع تكاليف الإصدار.

(٨) مخاطر عدم تلبية احتياجات المستثمرين التقليديين مثل عمليات التحوط وغيرها من عمليات المشتقات المالية.

رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها:

يقوم الاستثمار في الإسلام، على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الآخر. ويعكس ذلك ابن قيم الجوزية بقوله: { المخاطرة مخاطر تان: مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل