

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

على الله في ذلك، والخطر الثاني الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله ورسوله^(١).

١ - المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية :

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات الآتية :

(أ) تحديد المخاطر :

أي تحديد نوعية المخاطر المتوقعة (عامة - خاصة)، ومصدرها (ائتمان - سوق - سلع وخدمات - سعر فائدة - تضخم .. الخ)، وأسبابها، على أن تكون عملية تحديد المخاطر مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى (العمل الاستثماري - المنشأة ككل).

(ب) تقييم المخاطر :

هو أداة للتخطيط، والمستهدف منه إعطاء صورة شاملة عن المخاطر. فبعد 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.

(ج) دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:

إن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها فينبغي أن تفرق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

(١) ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج ٥، ص ٤١٨.

(د) تنفيذ القرار :

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

(٢) آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية :

تتعدد وتتوزع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي :
(أ) دراسة الجدوى :

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، وهو - أي تقويم جدوى المشروع - من المنظور الإسلامي يحكمه ما يمكن تسميته «الربحية الإسلامية» من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات المشروعة الإسلامية من حيث (النشاط الحلال - 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، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية) وهو ما من شأنه أن يساهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

(ب) كفاءة الإدارة والرقابة عليها :

بقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسئوليات الاجتماعية، كأن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، كما في قوله ﷺ: ﴿قَالَ أَجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلَيْكُمْ﴾ [يوسف: ٥٥]، وكذا حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والأخلاق الطيبة يقول ﷺ: ﴿إِنَّ خَيْرَ مَنْ أَسْتَجَرْتَ الْقَوَى الْأَمِينُ﴾ [القصص: ٢٦].

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 وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، وهو ما من شأنه تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

ج) الضمانات :

من أنواع الضمانات التي يمكن من خلالها التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ما يلي:

• الكفالة: وذلك من خلال التزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذي الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها.

• الرهن: هو من آليات الحماية ضد المخاطر خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء.

ويشترط في المرهون: (أن يكون مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه - معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف - مقدور التسليم)، 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 تعدى أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك. وقد تأكد ذلك بما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(١).

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٤٦.

• **ضمان الطرف الثالث:** من المتفق عليه شرعاً أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة ضمان القيمة الاسمية لحاملها، فإنه لا مانع شرعاً من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وهذا الضمان - وتسميته ضماناً مجازاً لأنه ليس كفالة عن ديون - هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي. أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضاً^(١). وهو ما تؤكد بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(٢). وبما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة^(٣).

د) **التأمين التعاوني:** يعد التأمين التعاوني آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، فمن خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

هـ) **الاحتياطات:** تكوين الاحتياطات للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية رهين بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك وهو ما تؤكد بما جاء بمعايير المحاسبة

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، ٢٥-٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤م، ص ١٥.

(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٦٤.

(٣) انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم: ٥، ص ٦٢.

والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(١).

(و) التحوط Hedging: أي حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً.

كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت. وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشراً في تحديد عائد المرابحة.

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد العملة مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك «إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء»^(٢).

(١) انظر: معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٨م، معيار رقم: ١١. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٦٤.

(٢) انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم: ١، ص ٤-٥.

ز) التنوع diversification: أي تنوع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبياً على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء. وتوجد أسس مختلفة للتنوع من أهمها تنوع (جهة الإصدار - تواريخ الاستحقاق - التنوع القطاعي - التنوع الدولي).

❖ تنوع جهة الإصدار: وذلك بتنوع جهات الإصدار، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما:

- التنوع البسيط أو الساذج Simple or Naive Diversification: أي 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.

- تنوع ماركوتز: يقوم تنوع ماركوتز، على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات^(١)، 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.

❖ 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 الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة

(١) انظر، د. منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩م، ص ٢٨٣-٢٨٤.

للتعرض لمخاطر التضخم قياساً بالصكوك التقليدية نظراً لطبيعة مكوناتها وقيامها على المشاركة في الغنم والغرم.

❖ **التنويع القطاعي:** يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية، والتنويع 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 ويقي من صدماتها.

❖ **التنويع الدولي:** يهدف التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع 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.

٣) إجراءات أخرى لإدارة المخاطر من خلالها:

هناك - في تقديرنا علاوة على ما سلف - حزمة من الإجراءات الأخرى التي يمكن أن تدار المخاطر من خلالها، والتي من شأنها رفع نوعية ودرجة التصنيف الائتماني لصكوك المصدر على النحو التالي:

أ) إسناد أدوار أكبر للمصدرين للصكوك الإسلامية وذلك في شكل ضمانات إضافية في إطار عملية التصكيك.

ب) تفعيل دور الرقابة الشرعية في كل مراحل عملية الإصدار.

ج) الإدراج في الأسواق الثانوية والسعي لإصدارات تلبى المتطلبات الشرعية في التداول بشرط أن تكون الغلبة للأعيان على النحو الذي ذهبت إليه الكثير من المذاهب الفقهية.

د) السعي للتصنيف الدائم للصكوك المصدر.