



مجلة علمية محكمة نصف سنوية يصدرها
المعهد العالي للمهن الشاملة سوق الخميمس

● تأثير ملوحة مياه الري، وفوائد التربة، والتمديد بالهوماتسور، على
توزيع أيون البوتاسيوم في النسيج الخليل للنبات، معاملة الورقة
والمادة الخافة

● اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات الخفية والمالية
(الاقتصاد الليبي، مجموعة)

● حماية أداء الخرجات المالية في الأوراق المالية
(دراسة تحليلية عن سوق الأوراق المالية الليبي)

● الرقابة الداخلية في مشاريع الإنتاج الحيواني في ليبيا

● A Time Series Analysis of the Relationship be-
tween Government Functional Expenditure and
Gross Domestic Product of Libya (1962-2008)

العدد الأول
الإصدار الأول

1

العلمية الشاملة

مجلة محكمة نصف سنوية يصدرها المعهد العالي سوق الخميس

العدد الأول/ الإصدار الأول خريف 2015-2016

مشرفا عاما / أ. رضا منصور الصيد شبيثة

رئيس هيئة التحرير أ. المهدي مسعود المغربي

مدير التحرير د. صبحي أحمد مصباح دياب

أعضاء لجنة التحرير أ. أبو القاسم فرج عياد الزدراخ

أ. عثمان علي المنتصر شرينة

ترسل البحوث إلى رئيس لجنة التحرير على البريد الإلكتروني

sok.fa.2012@gmail.com

هاتف 00218215702789

صندوق بريد 35079

سعر النسخة داخل ليبيا 2.5 دل

سعر النسخة خارج ليبيا 7.000 دل

طباعة و تنفيذ و إخراج فني م.سفيان سامي الفيتوري

- الأعمال المقدمة للنشر لا ترد لأصحابها سواء نشرت أو لم تنشر ولا يحق للمقدم البحث المطالب به.

مواصفات كتابة البحوث و الدراسات في المجلة

- يطبع البحث أو المقالة العلمية على ورق (A4) أبيض ناصع بالأبعاد التالية (12سم x 18.5سم) وأن تكون أبعاد هوامش الصفحة من أعلى و من أسفل 5.6 سم ومن الجانبين 4.5 سم لكي يكون صالحا للنشر مباشرة .
- تسلم نسخة من البحث على قرص مرن 3.5 (أو ترسل عن طريق البريد الالكتروني) مع عدد(2) نسخ مطبوعة على ورق.
- إذا كانت الكتابة باللغة العربية يستخدم الخط العربي المبسط (Simplified Arabic) في كل محتويات النص والكتابة باللغة الانجليزية يستخدم الخط (Times New Roman) .
- يجب أن تحتوي الورقة البحثية على العناصر التالية (خلاصة البحث - المقدمة - خطوات العمل - النتائج والمناقشة - الاستنتاج - المراجع).

يكتب البحث حسب الإرشادات التالية:

- يراعى استخدام المصطلحات العلمية العربية الشائعة والمتداولة ويفضل كتابة المصطلح باللغة الانجليزية بين القوسين بعد كتابته باللغة العربية وذلك في المرة الأولى، ويكتفي بعد ذلك باستخدام المصطلح العربي وعند وجود عدة مرادفات للمصطلح العلمي العربي يفضل كتابتها في هامش أسفل الصفحة (foot note)
- يراعى وضع الإشكال والرسوم التوضيحية والجداول اللازمة لتفسير المادة المكتوبة وتسهيل فهمها في مكانها ضمن نص أو سياق البحث استخدام الماسح الضوئي (SCANNER) أو لصقها من الأشكال الأصلية مع مراعاة أن تكون هذه الإشكال و الرسومات و الجداول واضحة من خلال العناوين المكتوبة معها و يفضل توحيد مقاسات الأشكال والرسومات بواقع نصف صفحة أو صفحة كاملة حسب الأبعاد المذكورة أعلاه و حسب ما تقتضي الحالة.

- ❖ تكتب رموز جميع العناصر الكيميائية سواء داخل النص أو في المعادلات المستقلة بالرمز الانجليزية فمثلا (^{235}U) و ليس U-235 أو U^{235}).
- ❖ يشار إلى المراجع داخل النص باستخدام الأرقام (أول مرجع يشار إليه بالرقم [1] والثاني [2] وهكذا) . وتكتب المراجع في نهاية البحث حسب تسلسل أرقامها و ليس طبقا لترتيب الهجائي لأسماء المؤلفين .

قواعد النشر

المجلة العلمية الشاملة

مجلة علمية محكمة ونصف سنوية تصدر عن المعهد العالي للمهن الشاملة سوق الخميس إمسيجل، وهي تهدف إلى نشر البحوث العلمية في مجالات البحوث الأساسية والتطبيقية وأي موضوعات أخرى تؤدي إلى إثراء المعرفة والبحث العلمي داخل ليبيا وخارجها. وتقوم المجلة بنشر عدة أنماط من البحوث والدراسات- بحوث ودراسات علمية لم تنشر من قبل. وملخصات لبعض الرسائل العلمية الهام. وملخصات عن الكتب والإصدارات الجديدة -.

تقييم المواد المنشورة في المجلة

تعرض البحوث والدراسات التي ترد إلى المجلة لتقييمها على هيئة من المحكمين يشهد لهم بالخبرة والمصداقية في مجال البحوث العلمية داخل ليبيا وخارجها، ولا تنشر بالمجلة إلا بعد موافقتهم.

شروط النشر في المجلة

- ألا يكون البحث أو المقالة أو الدراسة قد سبق نشره في جهة أخرى.
- أن يكتب على البحث أو الدراسة أو الملخص أو المقال اسم كاتبه ثلاثياً وكذلك جهة عمله وعنوانه والبريد الإلكتروني.
- أن يتصف البحث أو الدراسة أو المقالة بالأسلوب العلمي للبحث وبالمنهجية والموضوعية والقواعد المتعارف عليها في كتابة الأبحاث والدراسات العلمية.
- تكتب البحوث والدراسات والمقالات باللغة العربية (ملخص باللغة الانجليزية) أو بالانجليزية (ملخص باللغة العربية).
- يجب ألا يزيد حجم البحث عن 20 صفحة من صفحات المجلة.
- الآراء والأفكار والاستنتاجات الواردة بالبحوث أو الدراسات أو المقالات التي تنشرها المجلة تعبر عن آراء كاتبها فقط.
- للمجلة الحق في نشر هذه الأبحاث والاستفادة منها في المجالات العلمية دون الرجوع لأصحابها بشرط الإشارة دائماً إلى أصحاب هذه الدراسات والبحوث حسب القواعد المتعارف عليها.

الإفتتاحية

تعد المجلة أداة ربط وتجميع للأساتذة والباحثين من المهتمين بالدراسات التطبيقية والتقنية إننا بهذا الجهد الجماعي المتواضع يمكن أن نحقق الحلم في مد جسور التعاون العلمي بين الأساتذة والباحثين الجامعيين بجامعاتهم ومعاهدهم التقنية.

هكذا نضع بين أيديكم قرائنا الأعزاء العدد الأول من مجلتنا هذه ونقدم لكم ثمرة جهودنا ووقتنا، إننا نفكر بالإبداع العلمي الخلاق في رسم الصورة الحقيقية التي يجب أن يكون عليها البحث العلمي المتميز، جاء مولودنا هذا يحمل في طياته أبحاثًا ومقالات في مختلف فروع العلم والبحث والإبداع والتألق.

وأسرة التحرير وهي إذ تقدم للقارئ وللمهتمين بالبحث العلمي في كل مكان عددها الأول، تهيب بأصحاب الأقلام الشابة من المهتمين بالبحث العلمي من أساتذة الجامعات وغيرهم أن يزودوها بأرائهم ومقترحاتهم وإنتاجاتهم الفكرية والعلمية حتى تكون المجلة في المستوى الذي نطمح إليه جميعاً، وفي الختام يسر أسرة تحرير هذه المجلة أن تقدم بخالص الشكر والتقدير لكل من تفضل فأسدى نصيحة أو قدم مشورة أو أبدى رأياً أفادنا في إصدار هذا العدد، داعين المولى القدير أن يوفقنا إلى ما فيه الخير والتقدم والازدهار.

أ رضا منصور شيبته

مشرف عام المجلة

الإمحاء العلمي للورقة

1. العناوين الأولية تكون بالترتيب التالي :

- ❖ عنوان البحث مكتوب بحجم 14 أسود مبتدئاً من جهة اليمين أو اليسار (وليس في وسط السطر) .
- ❖ أسماء المؤلفين مكتوب بحجم 12 أسود من اليمين أو اليسار بحيث تبدأ باسم المؤلف وتنتهي باسم الجد أو العائلة.
- ❖ عناوين المؤلفين مكتوبة بحجم 11 عادي من اليمين أو اليسار مع ملاحظة أنه في حالة تعدد أماكن عمل أو عناوين المؤلفين يشار إليها بعد اسم كل مؤلف برقم ولا تستخدم أي رموز أخرى، وتترك مسافة بدون كتابة بعد العناوين، ويكتب عنوان الخلاصة وكافة العناوين الرئيسية الأخرى في وسط السطر بحجم 12 أسود يليها النص بحجم 11 عادي ومسافة بينية واحدة (Single space) بدون مسافات بين الفقرات ويكون متساوي النهايات.

2. الجداول و الأشكال:

- ❖ يجب ألا تتجاوز أبعاد الجداول والأشكال أبعاد النص المكتوب (12 سم x 18.5 سم) و ألا يتم تقسيم الجدول على صفحتين والحد الأدنى لحجم الكتابة داخل الجدول 8 والأقصى 12 .
- ❖ يجب أن يكون الجدول جزء من النص مكتوباً ببرنامج (MS WORD) وليس منفصلاً أو مدخلاً بماسح ضوئي ويجب أن يسبق كل جدول عنوان له بحجم 11 عادي.
- ❖ الأشكال المصاحبة للنص في صورتها النهائية يجب أن تكون أصلية وواضحة جداً.
- ❖ تختار أبعاد الأشكال بحيث يمكن تنسيقها في سياق البحث باستخدام الماسح الضوئي أو اللصق المباشر على الورق فإذا تعذر ذلك تكون الأشكال على صفحات منفصلة ويجب أن يكتب عنوان الشكل تحته مباشرة بحجم 11.

3. الرموز و المراجع:

الفهرس

الصفحة	العنوان
7	الافتتاحية المشرف العام للمجلة
14- 8	تأثير ملوحة مياه الري وقوام التربة والتسميد بالبوتاسيوم على تركيز أيون البوتاسيوم في النسيج المائي للنبات، مساحة الورقة والمادة الجافة د/ خالد شاهين
23-15	اختبار العلاقة السببية بين السياستين النقدية والمالية (الاقتصاد الليبي كنموذج) ديوسف يخلف مسعود دسامي عمر سامي
38-24	كفاءة أداء الشركات المالية في الأسواق المالية (دراسة تحليلية عن سوق الأوراق المالية الليبي) رضا منصور شيتيوليد رمضان سالم
57-39	الرقابة الداخلية في مشاريع الإنتاج الحيواني في ليبيا د. عبدالناصر محمد أبو زقية
77-58	أبعاد أزمة الديون الأوروبية ودور التمويل الإسلامي في علاجها لطفيالهادي أبو زير
96-78	تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية لتمويل مشاريع البنية التحتية أ. أبو بكر عبد اللطيف مختار، عواطف عاشور الضاوي
105-97	التشريعات التي تحكم آلية ومصادر التمويل بقطاع النفط والغاز الليبي د. فتحي صالح غريبي أ. أحمد الجيلاني الغزال
121-106	تنظيم القوانين والتشريعات وأثرها على توسيع قاعدة المشروعات الصغيرة والمتوسطة المهدي مسعود المغربي
142-122	أثر غياب حاضنات الأعمال على نمو وتطور المشروعات الصغيرة بمدينة طرابلس أحمد رمضان نوبة
149-143	آلية التخطيط المحلي للتنمية المكانية أ. خالد العربي أحمد الشيباني
165-150	القيادة الإدارية ودورها في تنمية الموارد البشرية د. عمر حسين أبو خثيم دمحي الدين علي بدران
184-166	الأحزاب السياسية في ليبيا: العقبات والعوائق والدور المستقبليها في العملية السياسية * سميرة إبراهيم بن عمران
194-185	A Time Series Analysis of the Relationship between Government Functional Expenditure and Gross Domestic Product of Libya (1962-2008) Dr. Musa Abolgasem Taweel
203-195	Privatization Methods, with Special Reference to Developing Countries Dr. Saleh Mohamed Abodha Dr Ali Hosin Sakah

تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية لتمويل مشاريع البنية التحتية

أ. أبويكر عبد اللطيف مختار

Rasalean_gabroun@yahoo.com

كلية الاقتصاد والمحاسبة - جامعة سبها

أ. عواطف عاشور الضاوي

Free69zrhyme@yahoo.com

كلية الاقتصاد العجيلات - جامعة الزاوية

الملخص :

تطورت المؤسسات المالية الإسلامية في الأونة الأخيرة نظراً لإستحداثها تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أصبح التطوير الإبتكار في المنتجات والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول سواء كان محلياً أو دولياً.

والصكوك الإسلامية السيادية لها دور مهم في تسييل وحشد الموارد المالية ومن ثم توجيهها نحو الاستثمار المباشر في مشاريع البنية التحتية والمشروعات التنموية والذي سيؤدي بدوره إلى زيادة المساهمة في التنمية الاقتصادية والتطور المنشود، وتبعاً لذلك برزت الضرورة الملحة لتعميق الدراسة عن إدارة المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية السيادية وتحليلها وكيفية معالجتها ومواجهتها من أجل إنجاح بناء المشاريع التنموية ومشاريع البنى التحتية بالكفاءة والفعالية المطلوبة، ويتساؤل يمكن صياغة مشكلة الدراسة كما يلي : ماهي آليات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية ؟ وكيفية معالجتها لتمويل مشاريع البنية التحتية بكفاءة وفعالية ؟

وعملت الورقة البحثية على تحقيق مجموعة من الأهداف تمثلت في

❖ الوقوف على الخلفيات العلمية حول الصكوك الإسلامية السيادية وأهميتها وتحليل دورها في تمويل مشاريع البنية التحتية للوصول لإطار جيد يتماشى والبيئة الليبية.

❖ دراسة المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية السيادية وكيفية إدارتها وطرق معالجتها بما يخدم البيئة الليبية.

Summary

Developed Islamic financial institutions in recent times due to , created a variety of tools' and Islamic financial products compliant with Islamic Sharia , where he became the development of innovation in products and financial instruments imperative for Arab and Muslim countries because of the various challenges faced by these countries , whether locally or internationally .

The Islamic Sukuk Sovereign has an important role in liquefaction and mobilization of financial resources and then directed towards direct investment in infrastructure projects and development projects , which in turn will lead to further contribute to the economic development and the desired development , and consequently emerged as the urgent need to deepen the study on risk management related instruments Islamic sovereign and analysis and how to address and respond to the success of development projects and building in infrastructure projects required efficient and effective , and questionably study problem can be formulated as follows : What are the mechanisms of activation of risk management instruments

Islamic sovereign ? And how to address them to finance infrastructure.projects efficiently and effectively ?

The paper has worked to achieve a set of objectives was to:

- ❖ stand on the backgrounds of scientific instruments on Islamic sovereign and significance analysis of its role in the financing of infrastructure projects to reach a good framework in line with the Libyan environment .
- ❖ study of the risks to the sovereign Islamic Sukuk and how to manage and how to address them in order to serve the Libyan environment

المقدمة :

تعتبر مشكلة التنمية الاقتصادية من أهم وأعمق ركائز اهتمامات الإسلام، فالمفهوم الإسلامي للتنمية الاقتصادية له خاصية الشمول إذ يتضمن المظاهر الخلقية والروحية والمادية في آن معاً، وبالتالي فهو يمثل نشاطاً هادفاً متجهاً إلى الخلق ومنصباً على البلوغ بالرفاه البشري حده الأمثل.

تطورت المؤسسات المالية الإسلامية في الأونة الأخيرة نظراً لإستحداثها تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أصبح التطوير الإبتكار في المنتجات والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول سواء كان محلياً أو دولياً.

فليبيا عقب ثورة 17 فبراير وانتصار إرادة شعبها وحرصهم على تأكيد هويتهم الإسلامية من أجل بناء مؤسساته ومجتمعه وهو ما تحقق إثر إصدار قانون يحظر التعامل بالفوائد الربوية والسلف حيث تناول القانون- في مادته الأولى على المصارف والأشخاص حظر معاملة الأشخاص الطبيعيين بالفوائد، وتسقط الفوائد المترتبة على القروض، بينما تنص مادته الثانية على تكليف اللجان المختصة في المؤتمر الوطني، بالعمل على وضع التشريعات والخطط التنفيذية، لتحويل النظام المصرفي بالكامل، بحيث يعمل بعيداً عن نظام الفوائد، في 2012/11/13م بالمؤتمر الوطني العام، مما يستوجب تطوير النظام المالي بالكامل بما يتوافق والشريعة الإسلامية، وحيث أن ليبيا خرجت من برائث نظام وحرب أدت إلى انهيار البنية التحتية للدولة، ومن هذا المنطلق وبالنظر لما تتمتع به ليبيا من موارد تسهم في إعادة إعمار البنية التحتية وبناء المشاريع التنموية في الدولة.

والصكوك الإسلامية السيادية لها دور مهم في تسييل وحشد الموارد المالية ومن ثم توجيهها نحو الاستثمار المباشر في مشاريع البنية التحتية والمشروعات التنموية والذي سيؤدي بدوره إلى زيادة المساهمة في التنمية الاقتصادية والتطور المنشود، فالظروف الاقتصادية التي يمر بها العالم اليوم عززت من أهمية الصكوك كأداة منخفضة المخاطر توفر السيولة للمشاريع الكبرى والشركات، فالصكوك الإسلامية السيادية يستفاد منها في تمويل مشاريع البنية التحتية لتشمل قطاعات كالتعليم والطرق وإنشاء مشاريع شبكات القطارات داخل المدن وفي الربط بين المدن وخدمات النقل البري والجوي، إضافة إلى بعض خدمات المشاريع البلدية داخل المدن، كما أنها خيار قد يكون مناسباً للمشاريع الخدمية الأخرى باعتبار أن تكلفة إنشاء بعض هذه المشاريع قد تزيد مستقبلاً بما يفوق نسبة العائد على هذه الصكوك، خصوصاً مع استقرار الاقتصاد الوطني وتحسن العوائد.

ومع التطور السريع والمتسارع والكبير والنجاح للمؤسسات والأدوات المالية الإسلامية على مستوى العالم وهو ما أكدته دراسة قامت بها تومسون رويترز إحدى المصادر الرائدة للمعلومات الذكية للشركات والمحترفين عن توقعات وآفاق الصكوك الإسلامية خلال شهرى أغسطس وسبتمبر من عام 2013م باستطلاع آراء كبار مرتبي إصدار الصكوك الإسلامية ومستثمريها بمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا ودول جنوب شرق آسيا، ويشكل عام، أظهرت الدراسة أنه من المتوقع أن ينمو الطلب والعرض على الصكوك في المستقبل، وعلى الرغم من زيادة حجم الطلب، فإنه من المتوقع أن يظل الطلب أعلى كثيراً عن العرض حتى العام القادم، والذي من المتوقع حينها أن يغطي العرض الفجوة ويفوق على الطلب، ووفقاً للدراسة، وصل حجم إصدارات الصكوك عالمياً إلى 237 مليار دولار في الوقت الراهن،

وقد تم إصدار نحو 100 مليار دولار خلال العام الجاري فقط، ومن المتوقع أن ينمو حجم سوق الصكوك إلى 749 مليار دولار بحلول العام 2018م .

وتبعاً لذلك ولأهمية الموضوع برزت الضرورة الملحة لتعميق الدراسة عن إدارة المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية السيادية وتحليلها وكيفية معالجتها ومواجهتها من أجل إنجاح بناء المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية بالكفاءة والفعالية المطلوبة، ويتساؤل يمكن صياغة مشكلة الدراسة كما يلي : ماهي آليات تفعيل إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية ؟ وكيفية معالجتها لتمويل مشاريع البنية التحتية بكفاءة وفعالية ؟

رهر الموضوع الرئيسي والذي تناولته الورقة لتحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في الآتي :

1. التعرف على الخلفيات العلمية حول الصكوك الإسلامية السيادية وأهميتها تحليل دورها في تمويل مشاريع البنية التحتية للوصول لإطار جيد يتماشى والبيئة الليبية.
2. دراسة المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية السيادية وكيفية إدارتها وطرق معالجتها بما يخدم البيئة الليبية.

وتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي المعتمد على البيانات الثانوية كالتقارير والكتب والدوريات والأوراق العلمية والعملية ذات الصلة.

وقسمت الدراسة إلى المحاور الآتية :

- ❖ ماهية الصكوك الإسلامية السيادية ودورها في تمويل مشاريع البنية التحتية.
- ❖ إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية وطرق معالجتها.
- ❖ أهم النتائج والتوصيات مع إشارة لحالة ليبيا.

ماهية الصكوك الإسلامية السيادية ودورها في تمويل مشاريع البنية التحتية :

مفهوم الصكوك الإسلامية والصكوك الإسلامية السيادية :

ورد تعريف التصكوك في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه : "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائماً فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه". (خير الدين ورفيق، 2012: ص 237)

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) 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 ونقل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (المعيار الشرعي رقم 17: ص 238-240)

أيضاً عرفت الصكوك الإسلامية هي : "أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء الاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد". (ناصر وبن زيد، 2012: ص 3)

أما الصكوك الإسلامية السيادية : شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة (المستفيد من الصكوك) تمثلها أو تترب عنها وزارة المالية، وتقوم على أساس شرعي، ويتم تسويقها عبر المصارف وشركات الوساطة المالية وسوق الأوراق المالية محلياً ودولياً. (أبو عرض، 2013: ص 2)

خصائص الصكوك الإسلامية السيادية :

1. تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات :

إن الصكوك الإسلامية تمثل حصصاً شائعة في موجودات ذات عائدات، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذه الموجودات قد تكون أعياناً أو منافع أعيان أو خدمات، وقد تكون نقوداً أو ديون في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة كما قد تكون مشروعاً استثمارياً يشمل خليط من ذلك كله (أبو غدة، 2004: ص6)، بهذه الخاصية يتميز الصك الإسلامي عن السند الربوي، حيث يمثل السند ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله، يعني ذلك أن العائد على الصك صار مشروعاً لما يمثله الصك من أعيان ومنافع وعلى أساس تحمل حامله جميع المخاطر التي قد تلحق بهذه الأصول بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات ويستحق بذلك نسبة محددة دون أن يتحمل شيئاً من التبعات، ويتفق الأسهم مع الصكوك الإسلامية في هذه الخاصية.

2. تصدر بفئات متساوية :

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع، تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها، ويشبه الصك الإسلامي في ذلك السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التي تمثل ديوناً في ذمة مصدرها وتصدر بفئات متساوية. (حسان ، 2010: ص122)

3. يشارك حملة الصكوك الإسلامية في الأرباح والخسائر :

إن المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وهو المبدأ ذاته الذي على أساسه تقوم جميع المشاركات في القواعد المالية الإسلامية بتحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ (الغنم بالغرم) و (الخراج بالضمان) ويعني ذلك أن حامل الصك يجب عليه أن يتحمل أعباء ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك سواء أكانت الأعباء مصروفات استثمارية أم هيروياً في القيم (نفس المصدر السابق: ص 128)، فالصك الإسلامي يشبه السهم.

4. قابلية الصكوك الإسلامية للتداول :

إن الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بطبيعة الحال تماماً كتداول الأوراق المالية التقليدية (السهم والسندات) سواء أكان التداول سعياً أم هبة أو رهناً، ويمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكان بالمناولة أم بالوسائل الإلكترونية.

5. الإلتزام بالضوابط الشرعية :

إن الصكوك الإسلامية، شأنها في الإلتزام بضوابط الشرع شأن جميع المعاملات المالية التي يجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية، وأن تدور في إطارها، سواء أعلق الأمر بمنع العملية أصالة كحرمة تعاطي الربا قطعاً، أم السبب ذاتي، مثل حرمة التعامل مع الصكوك التي تمثل أصولاً محرمة، فالصكوك الاستثمارية في ذاتها ويجوز التعامل معها، ولكن كونها تمثل أصولاً محرمة جعلها محرمة إصداراً وتداولاً كما يجب الإلتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة الموجودات، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة والمصدرين والمشتريين من جهة أخرى، وهذا يميز الصكوك الإسلامية عن جميع الأوراق المالية التقليدية لعدم خضوعها لمثل هذه الضوابط.

6. صدور الصكوك الإسلامية على أساس صيغ التمويل الإسلامي :

هذه الخاصة من الخصائص التي تميز الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية التقليدية، سواء أكانت الأسهم التي تصدر بصيغة واحدة وهي المشاركة أو السندات بصيغة دين، فالصكوك يمكن أن تصدر بكل صيغ التمويل الإسلامي كالمضاربة والإجارة

والمزارعة، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها وتحكمه ضوابط وأحكام تلك الصيغة، وصكوك المضاربة تحكمها أحكام وضوابط صيغة المضاربة، وصكوك الإجارة تخضع لأحكام وضوابط عند الإجارة الشرعية، وقس على ذلك ما سواه من صكوك إسلامية. (سمحان وآخرون، 2012: ص 218)

نور الصكوك الإسلامية السيادية في تمويل مشاريع البنى التحتية:

الصكوك الإسلامية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنى التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر.

فالصكوك الإسلامية تلبى احتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الحيوية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

فعلی سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام التي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها، لا بغرض الربح، كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تمول الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة - بصفتها مستأجراً - بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والإنتفاع بها، كما يمكن أيضاً استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العمرية. (رفيق، 2013: ص 12)

والصكوك الإسلامية السيادية قادرة على قيادة برامج تمويل المشاريع الحكومية بكفاءة عالية وبتكلفة منخفضة وبأجال مختلفة، ففي الآونة الأخيرة شهدت أسواق الصكوك العالمية عدة إصدارات حكومية لتمويل المشروعات الكبرى وتنشيط إقتصادياتها وجذب أموال المستثمرين لتوظيفها في مشاريع متنوعة تساعد على استقرار الوضع الاقتصادي للدولة، ومن أمثلة تلك الإصدارات : شهادات شامة والتي أصدرتها وزارة المالية السودانية، صكوك التأجير التي أصدرها المصرف المركزي لمملكة البحرين، شهادات الاستثمار المالي والتي أصدرتها مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي لتمويل قطاعات رئيسية مثل الصحة والتعليم والبنية التحتية، والصكوك الوطنية لتمويل مجموعة من المشاريع الكبرى بالإمارات العربية المتحدة مثل مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة بدبي وتمويل توسعة بعض المطارات، وصكوك الإجارة الدولية لحكومة قطر لتطوير مدينة حمد الطبية، والصكوك السيادية لولاية ساكسوني - أنهالت الألمانية، وغير ها من الصكوك السيادية والتي عملت على تطوير البنى التحتية في ماليزيا باعتبارها أكبر داعم لسوق لحركة الصكوك الإسلامية حيث يمثل هذا السوق حوال 75% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم (شركات النفط والغاز بشكل خاص)، والسعودية والباكستان والعديد من الدول غير الإسلامية والتي بدأت في عملية الإصدار والتداول إثر تفاقم الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية كفرنسا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية.

بصورة عامة تميزه إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية بالآتي :

- وجود التصنيف الائتماني بما يساعد في سرعة ترويجها وتغطيتها.
- طول الأجل بما يسهم في توفير موارد مستقرة.
- الإدراج في الأسواق المحلية والدولية بما يقلل من مخاطر التسويق.
- أصدرت بموجب فتاوى هيئات رقابة شرعية معترف بها

ويعود إصدار وتداول الصكوك الإسلامية السيادية بمجموعة من المزايا سواء من وجهة نظر الحكومة أو من جهة نظر المستثمرين . (بني عامر ' 2009: ص 186-192)

المزايا من وجهة نظر الجهات الحكومية :

1. توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية :

وفي ظل محدودية الموارد التمويلية في العديد من الدول وفي ظل أعباء المديونية التي نرزع تحتها، فإنه لا بد من مشاركة القطاع الخاص في تمويل هذه الاحتياجات، وليس من المتوقع لمؤسسة أو عدد من المؤسسات أن تقوم بهذا العبء الكبير، الأمر الذي يتطلب مشاركات بأعداد كبيرة جداً من أصحاب الفوائض المالية، وتعتبر الصكوك الإسلامية وسيلة ملائمة لجمع الفوائض المالية من صغار المدخرين بحيث تشكل هذه المدخرات بمجموعها موارد تمويلية يمكن أن تساهم في إحداث التنمية المنشودة، وتستطيع هذه الآلية توفير هذا الحجم من التمويلات إذا ما أتيح المجال من ناحية تشريعية لأصحاب المدخرات من الدول الإسلامية المساهمة بهذه الصكوك، وأن لا يكون ذلك الحق محصوراً في المواطنين.

2. معالجة قصور التمويل الحكومي :

تساهم الصكوك السيادية في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري الخاصة بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص، ومن ثم فإن هذه المشاركة تسمح للدولة ببدء حركة التنمية ومواصلة بناء مرافق اقتصادية جديدة تحتاج إليها دون تحميل ميزانية الدولة أعباء مالية مباشرة، ودون لجوء الدولة إلى الاقتراض من مؤسسات التمويل التجارية وغيرها وهو ما يسمح للدولة بتوجيه موارد الخزينة بشكل أكبر إلى القطاعات الاجتماعية التي ليس لها مردود اقتصادي وأرباح مباشرة، الأمر الذي يساعد الدولة في نهاية المطاف على مواصلة بناء مرافق اقتصادية جديدة وتوجيه موارد إضافية جديدة إلى الخدمات الاجتماعية دون أحداث عجز في الموازنة.

3. توفير العملة الأجنبية :

يمكن لهذه المشاريع أن توفر عملة الأجنبية للدولة المضيفة خصوصاً إذا ما كانت قوانينها تسمح للمساهمين الأجانب بالاكتتاب بهذه الصكوك.

4. تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية :

لأن الأسباب التمويلية المتعددة توجه لمشاريع تنموية حقيقية ستعمل على إضافة أصول رأسمالية حقيقية، وهذه المشاريع بدورها ستعمل على خلق فرص استثمارية لشركات المقاولات والإجارة وغيرها، وبذات الوقت تعمل على توفير فرص عمل لعدد كبير من المواطنين، مما يؤدي إلى رفع مستوى معيشة الأفراد.

5. نقل التكنولوجيا الحديثة إلى الدول المضيفة :

تتيح مشاركة القطاع الخاص في المشاريع التنموية الفرصة للحصول على التكنولوجيا الحديثة، لما لذلك من دور في تحقيق ربح اقتصادي ومالي لها.

6. مزايا اجتماعية :

إن تمويل مشروعات البنية الأساسية عن طريق الاكتتاب بالصكوك يتيح الفرصة لأكثر عدد من المواطنين المشاركة في تمويل هذه المشاريع، الأمر الذي يدعوهم إلى المحافظة على هذه المرافق باعتبارها ملكاً لهم وإن كانت ستؤول ملكيتها للدولة، وباعتبارها أيضاً مصدراً يدر عليهم عوائد وأرباح متوقعة.

7. رفع كفاءة تشغيل ومستوى الخدمات الفنية:

تؤدي مشاركة القطاع الخاص في هذه المشاريع إلى رفع كفاءة تشغيل ورفع مستوى خدمات البنية الأساسية والمرافق العامة، وذلك للقطاع الخاص من خبرة مالية وفنية أكبر في إدارة المشاريع

8. تطوير السوق المالية المحلية :

إن استخدام الصكوك في تمويل هذه المشاريع سيعمل على تطوير جانب العرض في السوق المالية، وذلك من خلال الإضافة الكمية للأدوات المطروحة في السوق وذلك لكبر حجم هذا النوع من المشروعات، والإضافة النوعية خلال إدخال أدوات مالية إسلامية ذات طبيعة مختلفة عن الأدوات المتداولة في الأسواق المالية.

9. نقل المخاطر التجارية إلى عائق القطاع الخاص (حملة الصكوك) :

تعتبر هذه المشاريع وسيلة لنقل المخاطر التجارية والتشغيلية إلى عائق حملة الصكوك الممولين لهذه المشاريع.

10. ملكية الدولة لهذه المشاريع العامة خلال مدة المشروع :

تبقى الدولة على ملكيتها للمشاريع إلا أنه ليس لهل التدخل المباشر في تشغيل هذه المشاريع أثناء مدة الامتياز الممنوح لحملة الصكوك، وإنما لها الإشراف والرقابة فقط وتنتقل إليها ملكية المشروع عند نهاية المدة.

المزايا بالنسبة لحملة الصكوك :

1. تحقيق أرباح متوقعة :

يستطيع حملة الصكوك الحصول على عوائد إيرادية متوقعة لقاء استثمار أموالهم في هذه المشاريع، وقد تكون هذه العوائد منافسة لما تقدمه المصارف الإسلامية على حسابات الاستثمار، كما يستطيعون الحصول على أرباح رأسمالية في حال أرادوا بيع الصكوك في السوق الثانوية. نقل المخاطر وتوزيعها إلى أطراف متعددة :

يسمح هذا الأسلوب بنقل أعباء المخاطر السياسية إلى عائق الحكومة أو الجهة مانحة الترخيص، كما أن دخول المنشأة ذات الغرض الخاص في ترتيبات تعاقدية مختلفة تسمح بتوزيع المخاطر حتى التجارية منها وعلى الأطراف آخرين.

2. التخلص من السيطرة المصرفية :

ففي حال تضافر حملة الصكوك في تمويل هذا المشروع من أموالهم الخاصة لن تكون هناك حاجة إلى الاقتراض من المصارف.

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية وطرق معالجتها :

هناك علاقة وثيقة بين الاستثمار في الإسلام وبين تحمل المخاطر وهذه العلاقة مردها أن تحمل المستثمر المخاطر هو أهم خصائص الاستثمار الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي مضمون العائد حيث يقوم الاستثمار في الإسلام على المخاطرة من خلال المشاركة في الربح والخسارة وفق القاعدة المعروفة بالغنم بالغرم.

وتعرف المخاطر بأنها "مقياس نسبي لمدى تقلب العوائد المتوقع الحصول عليها مستقبلاً، أي أنها التذبذب في العوائد المتوقعة"، كذلك تعرف بأنها عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية". (هندي، 2004؛ ص 251)

وتتعرض الصكوك الإسلامية للمخاطر كأية أداة مالية أخرى وذلك لأنها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، فهي بذلك معرضة للتلف أو انخفاض القيمة، أيضاً ونظراً لآليات إصدارها لقائمة على صيغ التمويل الإسلامي فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية.

أساليب قياس المخاطر :

رغم اختلاف المعايير المستخدمة من قبل المؤسسات في قياس المخاطر، إلا أن هناك أساليب عامة تنطبق على كافة المؤسسات وهذه

الاساليب تتمثل في :

1. الانحراف المعياري : ويقاس الانحراف المعياري مدى انحراف العائد الفعلي للصك عن العائد المتوقع أو بمعنى آخر مدى الانحراف عن الوسط الحسابي حيث يحسب عوائد الصكوك ويقارن انحرافها عن وسطها الحسابي وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة كلما كانت المخاطر أكبر ويساوي جذر التباين. (جابر، 1989: ص94)

ويقاس الانحراف المعياري والتباين بالصيغة الرياضية التالية:

$$\sigma = \sqrt{V} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري

\sqrt{V} : الجذر التربيعي للتباين (V)، حيث أن: ($\sigma^2 = V$)

R : تمثل العائد خلال فترة معينة

\bar{R} : متوسط العائد

تتبع العوائد التي تتوزع في بيانات عن العائد

2. معامل $\sum_{i=1}^n$: تمثل علامة المجموع وهي تعطي الفترة ما بين 1 = إلى غاية $n = 1$ بيانا :
الذي

حساسية عائد الصك للتغير نتيجة للتغير في عائد محفظة السوق، وهي تختلف من صك لآخر، وهي أفضل مقياس لمخاطر البنوك التي تؤثر على جميع الأوراق المالية بنسب متفاوتة، وبيتا للسوق تساوي الواحد الصحيح وعليه إذا كان بيتا تساري 1 صحيح فإن عائد الصك سوف يقلب صعوداً ونزولاً وفقاً لتقلب عوائد المحفظة في السوق، أما إذا كان قيمة بيتا أكبر من الواحد الصحيح فعائد الصك يكون أكثر تقلباً من عائد محفظة السوق، أما لو كان قيمة بيتا أقل من الواحد فيكون أقل تقلباً مقارنة بعائد محفظة السوق وبالتالي يكون له مخاطر ضعيفة. (مومني، 2003: ص83)

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

حيث :

β_i : المعامل بيتا للصك الاستثماري

R_m : معدل عائد مؤشر السوق

R_i : معدل عائد الصك

σ_m^2 : تباين معدل عائد مؤشر السوق

$cov(R_i, R_m)$: التباين المشترك (Covariance) وهو حاصل ضرب

معامل الارتباط (ρ) بين عائد الصك R وعائد مؤشر السوق R_m مضروباً في

انحراف المعياري لعائد مؤشر السوق (σ_m) وانحراف المعياري للصك (σ_i).

مخاطر الصكوك الإسلامية :

تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكل الصكوك واختلاف الموجودات المكونة لهذه الصكوك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة، والإستصناع، والإجارة، كما تختلف الصكوك ذات العقود المركبة عن البسيطة القائمة على عقد واحد. (أبو بكر، 2009: ص 17)

وبالنظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر يمكن إجمالها فيما يلي :

أولاً : مخاطر الائتمان : وتسمى كذلك (مخاطر التمويل أو مخاطر الاستثمار أو مخاطر المدائنة)، وتعرف بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها. (دوابه، 2009: 117)

وتسمى كذلك بمخاطر الاستثمار أو مخاطر المدائنة، وترجع إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة في مواعيدها بالنسبة لإستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده في حال اعتبار الوعد غير ملزم، أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لصكوك المرابحة والإجارة، وهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو سوء سمعته وعدم رغبته في السداد المبكر أو عدم قدرته بالنسبة على السداد بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، وهذه المخاطر تعتبر من ضمن المخاطر الخاصة لأنها تقع على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك مما يؤثر على عوائدها. (حامد، 2005: ص 91)

أما أهم المخاطر التي تواجه المستثمرين حملة الصكوك فتتمثل في :

➤ مخاطر التأخر في الوفاء : وذلك في حالة التأخر في الحصول على العوائد المتوقعة من الصكوك وهذا من شأنه أن يؤثر في الثقة بين حاملي الصكوك ومصدرها.

➤ مخاطر عدم القدرة على الوفاء : وتتمثل هذه المخاطر في عجز مصدري الصكوك عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه حملتها بسبب الإفلاس وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض القيمة الإسمية للصكوك، وهذه المخاطر تتعرض لها الصكوك المصدرة من جهات خاصة أما الصكوك الحكومية تكون عادة مضمونة السداد. (أبو بكر، 2009: 31)

ثانياً : مخاطر السوق : و يعكس هذا النوع من المخاطر طبيعة النظام المالي الذي يعمل في ظل المستثمر، لذلك فإن السوق المالية بمختلف وحداتها وطرق أدائها لعمليات التمويل تواجه مثل هذه المخاطر دون استثناء، وهذه المخاطر تصيب الأوراق المالية كافة بدرجات متفاوتة فالانتعاش الاقتصادي مثلاً يستتبعه بصورة عامة انتعاش المنشآت العاملة في هذه الدولة ولكن بدرجات متفاوتة، كما أن حالة الكساد ستؤثر بصورة سلبية على جميع المنشآت العاملة في الدولة ولكن بدرجات متفاوتة أي المشروع قد يحقق من روائها أرباح عالية أو خسائر فادحة. (الداغر، 2005: ص 191)

وتتمثل مصادر هذه المخاطر في :

➤ مخاطر الأصول الحقيقية : الصكوك هي شهادات تمثل حصة مالية في موجودات أو أصول مشروع استثماري وبما أن هذه الأصول تباع وتشتري في سوق المال فهي بالتالي عرضة للانخفاض في قيمتها شأنها شأن كافة السلع والخدمات، بفعل عوامل الطلب والعرض والتضخم والكوارث الطبيعية والسياسة الاقتصادية التي تتبعها الدولة.

➤ مخاطر الأصول المالية : تتعرض الصكوك باعتبارها ورقة مالية تباع وتشتري لمجموعة من المخاطر المتمثلة في :

1- مخاطر التضخم : يقصد بالتضخم الإرتفاع المستمر في الأسعار نتيجة للانخفاض في القوة الشرائية للعملة المحلية، فعند حدوث تضخم ترتفع أسعار كافة الأصول في السوق، ويحدث التضخم نتيجة تآكل الكثير من الأموال، كما يؤدي التضخم بدوره إلى تآكل قيمة المدخرات نتيجة قلة قيمة الأثنياء التي يمكن لهذه المدخرات شراؤها يوماً بعد يوم، والصكوك الإسلامية تتأثر طردياً بالتضخم باعتبار أن جزء من مكوناتها يشمل النقود والديون وأحياناً تكون ذات عائد متغير، أي يزداد تأثرها بمخاطر التضخم كلما زادت مكوناتها من الديون والنقود.

- 2- وفي ذات الوقت قد يكون للتضخم تأثير جيد على الصكوك حيث أن الصكوك تمثل موجودات حقيقية وهذه الموجودات يرتفع سعرها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول التي تمثل هذه الصكوك. (جون وايت، 2003: ص 14)
- 3- مخاطر سعر الفائدة : ويهتم معظم المستثمرين بسعر الفائدة لأنه يعتبر متغيراً هاماً يحكم العديد من القرارات الاستثمارية ويؤثر على مدى قبول المستثمر أو رفضه لاستثمار معين في السوق المالي، حيث إن ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، ويؤثر ذلك على كل الأوراق المالية بنفس الطريقة لأن المستثمر في هذه الحالة سوف يبيع الأوراق المالية التي يملكها ويضع ثمنها في المصرف كوديعة للحصول على فائدة أكبر، أي أن أسعار كل الأوراق المالية بما فيها الصكوك ذات العائد الثابت تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، أما الصكوك ذات العائد المتغير فهي أقل تأثراً بالتغير في أسعار الفائدة أيضاً الصكوك الإسلامية التي تتخذ سعر الليبور كسعر مرجعي تسترشد به في تحديد عوائد الصكوك تتعرض لمخاطر أسعار الفائدة بشكل غير مباشر أكثر من الصكوك التي تتحدد عوائدها استناداً إلى الأرباح التي تتحقق فعلاً من أداء الأصول الحقيقية التي بنيت هيكله الصكوك عليها وتقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة. (حماد، 2007: ص 268)
- 4- مخاطر تغير أسعار الصرف : وهي المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار العملات وذلك في حالة إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملة أخرى. (دوابه، 2009: ص 119)

رابعاً : مخاطر السيولة: يكون سببها عدم قدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته حال تحققها بسبب عدم توفر السيولة نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة مما ينجم عنه عدم القدرة على دفع العوائد الدورية أو تلبية متطلبات التشغيل، وهذه المخاطر لا تصيب الصكوك الحكومية عادة باعتبار الدولة هنا مصدر ولكن من الممكن أن يتعرض حملتها لهذا النوع من المخاطر عندما يواجهون صعوبة في تسهيل صكوكهم بسرعة وبدون خسائر تذكر، وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة. (بنطلي، 2008: ص 25)

خامساً : المخاطر التشغيلية : الصكوك الإسلامية قائمة على أصول حقيقية وهذه الأصول تدر عائد (عائد الصكوك)، وتعرض هذه الأصول لمخاطر تسمى المخاطر التشغيلية والتي يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية والتي لا ترتبط مباشرة بظروف الأسواق المالية، وهذه المخاطر تصنف كمخاطر عامة إذا كانت ناجمة عن كوارث طبيعية تسبب هلاك الزرع في صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في صكوك الإجارة، وتصنف كمخاطر خاصة إذا كانت ناجمة عن عوامل تخص المشروع كعدم توفر التجهيزات أو العناصر البشرية المدركة، ومن الملاحظ أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تأثر بهذه المخاطر من صكوك الإجارة المصانع أو الطائرات، أيضاً هذه المخاطر تكون أقل ما يمكن في حالة الصكوك الحكومية إلا إذا تعلق الأمر بالحروب، وهي تندرج تحت المخاطر العامة. (شرون، 2008: ص 15)

سادساً : مخاطر تغير أسعار الصكوك : الصكوك مثلها مثل أي ورقة مالية عرضة للإنخفاض في السعر سواء كان ذلك نتيجة عوامل حقيقية أو نتيجة إشاعات ومضاربات.

سابعاً : المخاطر القانونية : ترتبط هذه المخاطر بعدم وضوح العقود المالية موضع التنفيذ حيث أن النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في معظم الدول هي أنظمة وضعية تقليدية، مما يجعل الكثير من موادها لا يتفق مع أحكام الشريعة، ووفق مقررات اتفاقية بازل للرقابة المصرفية تم اعتبار المخاطر القانونية جزء من مخاطر التشغيل .

ثامناً : مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل : تستند الصكوك الإسلامية في التطبيق على صيغ المضاربة والمراوحة والمشاركة وهذه الصيغ عرضة للمخاطر مما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك في السوق المالي، ويمكن تلخيص هذه المخاطر فيما يلي:

1. مخاطر الاستثمار بالمشاركة : وأبرز مخاطرها تتمثل في سوء إدارة المشروع والإخلال بعقد المشاركة وسوء الظروف السوقية للسلعة، ولابد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر حيث أنها تؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للصكوك وقد تنفذ قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع.

2. مخاطر الاستثمار بالمضاربة : ومن أبرزها سوء الأمانة من قبل المضارب والاحتيال والتزوير في الحسابات المالية، وسوء الظروف السوقية للسلعة، وصعوبة التدقيق والتصفية، أيضا لا يحق لحملة الصكوك التدخل في إدارة المشروع مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة، إضافة إلى مشكلة الوكالة (عدم تماثل المعلومة بين أصحاب المال والمضارب) وهذا يرجع لسوء اختيار المضارب، أيضا حيث لا توجد معايير دقيقة يمكن من خلالها إثبات تعدي المضارب على حقوق حملة الصكوك، وهذه المخاطر قد تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للصكوك وقد تفقد قيمتها الإسمية في حال إفلاس المشروع.
 3. مخاطر الاستثمار بالسلم : وهي المخاطر المتعلقة بالسلعة نفسها فقد تتعرض البضاعة للتلف أو التأخر في تسليمها وأحيانا يتم تسليمها مخالفة للمواصفات والمعايير المتفق عليها، وهذا يؤثر على قيمة الصكوك والعودات المحققة منها.
 4. مخاطر الاستثمار بالمرابحة : من المخاطر التي تواجهها صكوك الاستثمار بصيغة المرابحة عدم التزام العميل بتسديد ما عليه من التزامات في مواعيدها حيث لا تستطيع المؤسسة المسنولة عن عملية المرابحة إلزامه بأي غرامات تأخير أو الزيادة في قيمة القسط.
 5. مخاطر صكوك الاستصناع : أحيانا يكون عقد الاستصناع عقد جائز غير ملزم وهذا عرضة لمخاطر تراجع الزبون عن إتمام العقد، أو تخلفه عن سداد الأقساط في مواعيدها، عدم مطابقة السلعة للمعايير المطلوبة.
- تاسعا : المخاطر الشرعية : تتمثل بوجود تعارض بين النظم التشريعية السائدة وأحكام الشريعة حيث أن 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، ومن مصادرها الاختلافات الشرعية بين الفقهاء وعدم التزام الصك المصدر بالضوابط الشرعية نتيجة استخدام أموال الصكوك في المحرمات، ومخاطر تضارب المصالح الشخصية في الهيئات الشرعية. (دوابه، 2008: ص25)

إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية

- الإسلام لا يمنع من إتخاذ تدابير وقائية أو استخدام وسائل مشروعة للتخفيف من أثر المخاطر المحتملة لإصدارات الصكوك، حيث تقوم إدارة المخاطر بتحديد أو تقييم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك بحيث تحاول تغيير العلاقة بين العائد والمخاطر بهدف تعظيم القيمة السوقية للأصل.
- وتعرف إدارة المخاطر بأنها "منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحثية عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة إلى الحد الأدنى". (طارق عبدالعال، 2003: ص 51)
- ويشكل عام تعتبر إدارة المخاطر فرع من علوم الإدارة يهتم بـ: (بغلي، 2005: ص 35)
- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين؛
 - إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار.
 - تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.
 - العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر.
 - تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر.
 - إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع إلى دفع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر
 - حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها.

خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية :

لابد من تحديد مجموعة من الخطوات العلمية والعملية اللازمة لتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل المطلوب، وتمثل هذه الخطوات في: (دوابه، 2009: 122-124)

- تحديد المخاطر : لإدارة المخاطر لابد في البداية من تحديد نوع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك ومصادرها والوقوف على أسبابها، ويتم عملية تحديد هذه المخاطر بشكل مستمر .
- تقييم المخاطر: بعد القيام بعملية تحديد المخاطر تأتي عملية التقييم وذلك للتعرف على عليها من حيث كونها مخاطر مرتفعة أو متوسطة أو منخفضة واتخاذ الإجراءات اللازمة للتخفيف منها، حيث أن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بأبعاده الثلاثة حجمه ومدته، والقيام بالتقييم الصحيح في الوقت المناسب يعتبر على درجة كبيرة من الأهمية في إدارة المخاطر .
- دراسة واختيار البديل المناسب للتعامل مع المخاطر: حيث تتم دراسة البدائل المتاحة واتخاذ القرار بالتعامل مع البديل المناسب تجاه المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملزم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكبيلية المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.
- اتخاذ القرار : وذلك من خلال تحديد الإجراءات اللازمة لتنفيذ البديل الذي تم اختياره تجاه المخاطر.

آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية :

تضع الجهة المصدرة للصكوك مجموعة من الإجراءات والآليات للتقليل من مخاطرها سواء كانت تلك الإجراءات تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو إجراءات شرعية، وتمثل آليات إدارة المخاطر في:

أولاً : دراسة الجدوى الاقتصادية : وهي تعني جمع المعلومات عن المشاريع الاستثمارية المتاحة وتحليلها للوصول إلى قرار نهائي بقبول الاستثمار فيها من عدمه، ولكن دراسات الجدوى الاقتصادية تقوم على أساس نظام الفائدة ومنهج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تحسب أيضاً على أساس معدل الفائدة ، كما تقوم على أساس الربحية المادية وتجاهل الجوانب الشرعية والأخلاقية والاجتماعية والإنسانية للمشروعات الاستثمارية، وحيث أن الإسلام يرفض تماماً الفائدة الربوية ويشترط الشرعية لأي مشروع استثماري كان لابد من الاعتماد على دراسة الجدوى التي تتبع الشريعة الإسلامية (دراسة الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية في المنهج الإسلامي) والتي تعرف بأنها الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده الشرعية والاقتصادية والاجتماعية لتقييم العائدات المتوقعة والتوخي أو التقليل من المخاطر الاقتصادية ومخاطر مخالفة الشريعة (من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الاستثمارية الملتزمة بالشريعة الإسلامية من حيث النشاط الحلال.

وأعداد دراسات جدوى قبل طرح الصكوك لجمع التمويل يساهم في نجاح المشروع حيث تحقق أفضل استخدام ممكن للموارد النادرة والمحافظة عليها من الضياع وسوء الاستخدام وإنجاح مشاريع التنمية والمساعدة في اختيار البديل الأفضل في ظل نقص مصادر التمويل وتجنب المستثمر التعرض للعديد من المخاطر التي لم تكن في الحسبان ومن أمثلتها مخاطر صيغ التمويل ومخاطر السوق والمخاطر السياسية والمخاطر البيئية. (حامد، 2007: ص119)

والصكوك المصدرة من جهات حكومية مثلها مثل الصكوك التي تصدرها جهات خاصة بحاجة إلى دراسة الجدوى من قبل مكاتب متخصصة وذات خبرة بما يحقق الأهداف سابقة الذكر .

ثانياً : الضمان : يعتبر الضمان أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية كما يعتبر أداة من أدوات الاقتصاد التقليدي، ويعتبر وسيلة من وسائل التحوط ضد المخاطر حيث أن وجود الضمان لا يعني عدم وقوع المخاطر وهو أداة فعالة في علاج مخاطر (حامد، 2007: ص122)

1. الكفالة : وتعني إلزام طرف يتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وتعتبر الكفالة من الطرق التي تساعد في تخفيض مخاطر الصكوك والوقاية منها خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية.

2. الضمان : بمعنى التعويض وتحمل تبعية المخاطر يمكن استخدام الضمان في حالة عدم التزام أحد الأطراف ببند العقد حيث يتحمل من تسبب في الضرر المسؤولية نتيجة عدم التزامه بالشروط المتفق عليها، كذلك في حالة المخاطر الإدارية التي تحدث نتيجة لإتخاذ قرارات غير مدروسة تسبب في تعرض المشروع للمخاطر ويمكن تفاديها بالضمان حيث يكون المدير ضامنا نتيجة لتصويره.
3. الضمان بمعنى الإلتزام بالقول: ويمكن الاستفادة منه في حالة صكوك المراجعة لتفادي مخاطر عدم الإلتزام بالعمل بالوعد خاصة بعد شراء المؤسسة للسلع حيث العميل ملزم بتحمل ما يلحق بالمنشأة من أضرار نتيجة لذلك، وقد ورد بشأن الإلتزام بالوعد من طرف واحد قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في دورته الخامسة المنعقدة بالكويت من 1-6 جمادى الأولى 1409 هـ الموافق ل10-15 ديسمبر 1988 م "الوعد - وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفرد - يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعد في كلفة نتيجة للوعد، ويتحدد أثر الإلتزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر".
4. ضمان الطرف الثالث: حيث تنص نشرة الإصدار على موافقة طرف ثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين عن التبرع ويدون مقابل بهية تعادل القيمة الإسمية للأصول أي تحمل أي نقص أو خسارة في مشروع معين ممول عن طريق إصدار الصكوك، مهما كان سببها حتى ولو كان نتيجة تصفير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن الإلتزام له الأولوية فهو حكم شرعي، أيضا تم افراد الفقرة التاسعة بشأن ضمان الطرف الثالث ضمن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 5 في الدورة الرابعة عام 1999 حيث نصت على أنه ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون كفايل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين على أن يكون الإلتزام مستقلاً عن عقد المضاربة بمعنى أن قيامه الوفاء بالإلتزام ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، وعليه فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الإمتناع عن الوفاء بإلتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الإلتزام كان محل إعتبار في العقد، أي انه لا يجوز تحويل هذا الضمان إلى مصدر الصك إذا أخل الطرف الثالث بتعهده.
5. الرهن : يعد الرهن من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء في المعيار الشرعي الثامن لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص يحق للمؤسسة في حال الحصول على رهن من العميل أن تشترط تقييده لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء، ويشترط في المرهون ستة شروط: (أن يكون متقوماً، موجوداً وقت التعاقد، أن يكون مملوكاً بنفسه للراهن، أن يكون معلوماً، أن يكون مقدور التسليم، وأن يكون المرهون مقبوضاً في الدائن المرتهن، أو عند شخص مؤتمن و هو المسمى بالعدل). (بخاري والعايب، 2012: ص 22)

ثالثاً : التأمين الإسلامي : يعد التأمين التعاوني وسيلة من وسائل الحماية ضد المخاطر، حيثلا يمكن الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد مخاطر الصكوك وإنما ينبغي الاعتماد على التأمين التكافلي الذي يقوم على فكرة توزيع الخطر على مجموعة من الافراد بدلا من ترك الفرد يتحمل الخطر لوحده(حامد، 2007: ص 158)

رابعاً : الإحتياطات : وهذه الآلية مناسبة للتعامل مع كل مخاطر الصكوك وتقوم فكرتها على نفس فكرة التأمين التعاوني حيث يشترك الأفراد في دفع أقساط متساوية لمواجهة المخاطر التي من الممكن أن يتعرضوا لها، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي جواز ذلك في مادته الرابعة "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيد دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال". وهي مرهونة بتحقيق الأرباح فالمشروع الذي لا يحقق أرباحا لا مجال لديه لتكوين احتياطات حيث يتم احتجاز الأرباح وتغطي بها المخاطر حال وقوعها، ومنها المخاطر الائتمانية، لأنه قد تمول حصيلته اكتتاب مشروع في البيع

الأجلة، وقد لا يلتزم العملاء بالوفاء بالتزاماتهم المالية في التواريخ المحددة، مما قد يؤدي إلى إنخفاض قيمة العوائد الدورية، ففي هذه الحالة يقط من صندوق الإحتياطي الداخلي للمشروع الاستثماري، على أن يتم تسديد هذا المبلغ إلى الصندوق فور تسديد العملاء، ما عليهم من التزامات مالية، وكلما زادت نسبة الإحتياطيات الداخلية كلما كان المركز المالي للمشروع الاستثماري أكثر متانة وصموداً أمام الأزمات.

خامساً : التنوع : من المبادئ الاستثمارية المهمة والتي تقوم على الحكمة التي تقول لا تضع كل البيض في سلة واحدة، حيث كلما زاد عدد الأوراق كلما قلت المخاطرة إلى غاية عدد معين الاستثمارات ثم بعدما يثبت مقدار المخاطر، وهناك أسس لتشكل للتنوع يمكن حصرها في التالي: (المومني، 2005: 116-125)

1. تنوع جهة الإصدار: ويقصد به عدم تركيز المحفظة على أوراق مالية أو أدوات استثمارية تصدرها جهة أو شركة أو مؤسسة واحدة، وإنما يقصد بالتنوع هو التنوع في أكثر من جهة مصدرة لهذه الأوراق المالية، ولتحقيق التنوع الجيد عن طريق تنوع جهة الإصدار هناك أسلوبين يمكن اختيار احدهما والأسلوبين هما:
 - التنوع الساذج: ويعتمد الأسلوب في التنوع على الحكمة التي تقول (لا تضع كل البيض في سلة واحدة) أي كلما نوعت جهة الإصدار كلما قلت المخاطر ويتم تحديد جهة الإصدار عشوائياً بزيادة عدد جهات الإصدار قدر الإمكان، مع مراعاة عدم المبالغة في هذا النوع من التنوع لأن ذلك يترك آثار عكسية.
 - تنوع ماركوتز: يعتمد هذا الأسلوب على الطرق العلمية الصحيحة في اختيار اصول المحفظة وبعد دراسة جيدة مع مراعاة معامل الارتباط حيث ان معامل الارتباط السالب يعتبر افضل انواع الارتباط ويقلل من التعرض للمخاطر بعكس الارتباط الموجب، أي كلما كان هناك علاقة طردية بين الصكوك كلما زادت المخاطر.
2. تنوع تواريخ الاستحقاق : والمعصود هنا الاستثمار في الصكوك القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل.
3. التنوع القطاعي: يهدف إلى التنوع على مستوى القطاعات ليشمل كافة أنواع النشاط الاقتصادي، أي يجب على المستثمر ألا يشتري صكوكه من قطاع واحد لأنه في حال تعرض هذا القطاع للخسارة فإن الخسارة قد تصل رأس المال بالكامل.
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 وينفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضاً في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

سادساً : التحوط :

يمكن الاستفادة من أسلوب التحوط في التمويل الإسلامي، فالتحوط يراد به عموماً الوقاية والاحتماء من المخاطر، وبهذا المعنى يتفق مع مقاصد الشريعة في حفظ المال وتجنب اضاعته أو اتلافه، فليس هناك إشكالية من حيث الهدف، ولكن الإشكالية تكمن في الوسائل المتبعة للتحوط، فالتحوط يكون مقبولاً طالماً كان مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة، (الداغ، 2010: ص 14) وهناك عدة طرق للتحوط تحقّق هذا الهدف يمكن الاستفادة منها في تقليل المخاطر، أهمها :

- التحوط الاقتصادي : وهذا النوع من التحوط لا يتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر، وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنوع الأصول الاستثمارية، حيث يعتبر هذا الأسلوب أفضل سلاح لمواجهة المخاطر، كما يندرج تحت هذا الأسلوب ما يسمى بالتحوط الطبيعي: بمعنى أن توفّق المؤسسة بين بالتزاماتها وأصولها لتكون نفس العملة أو بنفس طريقة التسعير لتحديد مخاطرها.
- التحوط التعاوني : يمكن للمنشأة الاستفادة من هذا الأسلوب في التحوط من شتى أنواع المخاطر، وذلك من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر.

➤ التحوط التعاقدية : وهذا الأسلوب قائم على عقود المعاوضة التي يرد بها الربح، إلا أنه مازال هذا المنتج حديث بين الفقهاء.
(سويلم، 2007، ص 114-144)

سابعاً : الحوكمة :

تعد الحوكمة أكثر أهمية وتعقيداً في القطاع المالي من القطاعات الأخرى، حيث تحتوي المؤسسات المالية على مجموعة من العناصر والعلاقات المتداخلة لا توجد في القطاعات الأخرى، وبالنظر للصكوك الإسلامية وما يرتبط بها من عمليات مالية وتعاقدية متعددة تختلف شكلاً ومضموناً عن نظيرتها (السندات)، لاعتمادها مجموعة من المبادئ لا يمكن التنازل عن واحدة منها، وإلا فقدت مشروعيتها، والحوكمة جاءت لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والإدارة (الموكل والوكيل) والتي تقوم عليها معظم أطراف عملية التصكيك، ومن بين أهم الاستراتيجيات لتطوير الحوكمة كآلية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية السيادية : (ناصر وين زيد، 2012: 20-

(22)

حوكمة الجهات المتصلة بإصدار الصكوك الإسلامية : إن تطبيق الحوكمة على مختلف أطراف عملية التصكيك التي تربطهم عقود في هيكل التصكيك، من شأنه التخفيف 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 الإلامية.

حوكمة الهيئات الشرعية : إن طرح آليات استراتيجيات 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 وبالنظر لهيكل الحوكمة داخل المؤسسات المالية الإسلامية نجد أن مركز هذا الهيكل هو هيئة الرقابة الشرعية لدورها في إعطاء الصبغة الشرعية لجميع معاملات عملية التصكيك.

الخاتمة :

تعتبر الصكوك الإسلامية السيادية نقلة نوعية في تطور الأدوات المالية الإسلامية، والتي جاءت استجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بالتمويل الإسلامي، خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة. وإذا كانت الصكوك الإسلامية السيادية نجحت كمنتج مالي إسلامي طبق في الدول الإسلامية وغير الإسلامية واكتسبت الصفة الدولية للدور الذي لعبته في قدرتها تبعية وجذب الموارد المالية وتمويل المشاريع الاستثمارية مشاريع البنى التحتية بل حل مشكلة المديونية وتطوير عمل الجهاز المصرفي الإسلامي وسوق الأوراق المالية، إلا أن ذلك يستوجب دراسة وتحليل المخاطر المرتبطة بها ورسم آليات تفعيل إدارة هذه المخاطر وفق الضوابط الشرعية.

النتائج :

1. تستند الصكوك الإسلامية السيادية وهياكل إصدارها على الشريعة الإسلامية .
2. الصكوك الإسلامية السيادية وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى، وكذا مشروعات التنمية الاجتماعية ومكافحة الفقر.
3. تنوع تجارب إصدار الصكوك الإسلامية السيادية يبين أن هذه الصكوك صارت ذات قيمة مضافة وإن استخدامها يعتبر أفضل نسبياً من استخدام أدوات الدين التقليدية.
4. تتعرض الصكوك الإسلامية السيادية إلى العديد من المخاطر منها ما هو مرتبط بصيغ التمويل الإسلامي، وكذا المخاطر الشرعية والمخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة والسوق بالإضافة لمخاطر التشغيل.
5. يمكن تطبيق أدوات التحليل المالي والإحصائي في قياس عوائد ومخاطر الصكوك الإسلامية السيادية وتطويرها بما يتوافق والضوابط الشرعية.

6. تعدد آليات إدارة المخاطر في الصكوك الإسلامية السيادية كدراسة الجدرى الاقتصادية والضمانات والاحتياطات والتوزيع والتأمين التكافلي والتحوط وفق آليات إسلامية والحوكمة وتطويرها بما يتناسب وطبيعة الصكوك الإسلامية السيادية.

التوصيات :

استناداً لما تم عرضه من دراسة ماهية الصكوك الإسلامية السيادية ودورها في تمويل مشاريع البنى التحتية وآليات إدارة المخاطر المرتبطة بها، وبالنظر للحالة الليبية بعد صدور قرار إلغاء الفوائد الربوية في التعاملات المالية والمصرفية أفراداً ومؤسسات وبالرغم من الجهد والدور الذي تلعبه اللجنة الإستثمارية العليا بمصرف ليبيا المركزي والجمعية الليبية للمالية الإسلامية مع المؤسسات المصرفية للتحوط الكامل للصيرفة الإسلامية إلا إنه لا بد من تطوير المؤسسات المالية والاستثمارية حتى تتوافق عملياتها ونشاطاتها مع الشريعة الإسلامية. والواقع الإقتصادي في ليبيا في ظل عدم توفر سوق مالي نشط وفعال والدور الضعيف للمؤسسات المصرفية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتشجيع الاستثمار في القطاع الحقيقي (إنتاج سلع وخدمات وفق الجودة والمعايير الدولية)، وفي ظل التحديات الكبيرة التي يشهدها في برامج الإعمار ومشاريع البنى التحتية وبناء ليبيا يتطلب تطوير وإبتكار أدوات مالية جديدة لتنشيط حركة السوق المالي والمعاملات الاستثمارية وفق التطورات العالمية، والصكوك الإسلامية السيادية من ضمن الأدوات المالية والاستثمارية والتيقنمى وبرز دورها الفعال في تمويل المشروعات التنموية لذا سيعرض الباحثان مجموعة من التوصيات حول تطبيق الصكوك الإسلامية السيادية في ليبيا :

1. العمل على وضع الإطار القانوني المناسب والبيئة القانونية الملائمة والحاكمة للصكوك الإسلامية السيادية وذلك عن طريق إصدار قانون خاص يعنى بمختلف جوانبي عمليات إصدار وتداول وهيكّل الصكوك الإسلامية السيادية بما يحقّق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية بشكل علمي وفاعل.
2. تبني السلطات المالية والنقدية سياسات اقتصادية وضوابط استقرار مالية ونقدية فاعلة تتمشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية ومقدرتها على الحركة عبر النظام المالي الدولي.
3. تطوير وضبط سوق الأوراق المالية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية وذلك بوضع الضوابط اللازمة وأحكام التعامل.
4. استخدام المصرف المركزي الصكوك الإسلامية السيادية في إدارة السيولة على المستوى القومي والجهاز المصرفي واستخدامها كأداة للتمويل الحكومي.
5. حث المصارف والمؤسسات المالية على استحداث أوعية إيداعية متوسطة وطويلة الأجل ومن ثم توجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار المباشر في المشروعات ذات النفع العام أو المشاريع التنموية.
6. تطوير منتجات الصكوك الإسلامية السيادية وتماثلها مع صيغ التمويل الإسلامي وذلك بإيجاد بدائل وفرص لتمويل الحكومة في مشروعات التنمية والبنى التحتية.
7. ضرورة تصنيف الصكوك الإسلامية السيادية انتمائياً من قبل وكالات تصنيف معترف بها دولياً، كوكالة الإسلامية الدولية IIRA والوكالة الماليزية RAM و STANDARD و FITCH POOR و MOODY'S.
8. العمل على التنسيق والتعاون فيما بين المتعاملين في سوق الصكوك (الشركة، الوكلاء، سوق الأوراق المالية، المصرف المركزي، وزارة المالية، هيئة الرقابة الشرعية للجهات ذات الصلة).
9. مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر.
10. رفع الوعي العام بثقافة الصكوك الإسلامية السيادية وأهميتها في التنمية.

المراجع :

أولاً : الكتب :

1. المومني، غازي فلاح. (2003). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع، ط1.
2. الداغر، محمود محمد. (2005). الأسواق المالية مؤسسات - أوراق - بورصات عمان: دار الشروق للنشر و التوزيع، ط1.
3. بني عامر، زاهرة علي. (2009). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. عمان: عماد الدين للنشر، ط1.
4. جابر، محمد صالح. (1989). الاستثمار بالأوراق المالية. مدخل في التحليل الأساسي والفني للإستثمارات. عمان: دار وائل، ط2.
5. درايه، أشرف محمد. (2009). الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، ط1.
6. سمحان، حسين محمد. وآخرون. (2012). إدارة الاستثمارات في المصارف الإسلامية. القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ط1.
7. سويلم، سامي إبراهيم. (2007). التحوط في التمويل الإسلامي. جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1.
8. عبد العال، طارق. (2006). التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية للكتاب، بدون ط
9. هندي، منير إبراهيم. (1999). الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: منشأة المعارف، ط1.

ثانياً: المجلات والمؤتمرات العلمية :

1. أبو بكر، صفية أحمد. (2009). الصكوك الإسلامية. بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة.
2. أبو عوض، محسن. (2013). مخاطر الصكوك الإسلامية. بحث مقدم لإجتماع خبراء "آليات ومتطلبات إصدار الصكوك". الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. 12 مارس 2013، عمان، الأردن.
3. أبو غدة، عبد الستار. (2005). مخاطر الصكوك الإسلامية. بحث مقدم إلى مؤتمر إدارة الخراطوم في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان.
4. الدماغ، زياد. (2010). مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها. بحث مقدم المؤتمر الدولي حول الصيرفة والتمويل الإسلامي الممارسات التحديات والمعوقات، 15-16 يناير 2010
5. بخاري، الحلو. العايب، وليد. (2012). آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية. ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، الجزائر بن علي، بلعزوز. (2008). إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر في المعاملات المالية. ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، 26 نوفمبر 2008، الشلف، الجزائر.
6. حسان، حسين حامد. (2011). إصدار الصكوك برعاية المقاصد والمعاملات وملكية حملتها وضمانتها. بحث مقدم لندوة البركة الثانية والثلاثون للإقتصاد الإسلامي، أغسطس 2011، جدة.
7. خير الدين، معطي الله، رفيق، شرياق. (2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. بحث مقدم الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي. 3-4 ديسمبر 2012، جامعة قالة، الجزائر.
8. دوايه، أشرف محمد. (2008). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية. ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، 26 نوفمبر 2008، الشلف، الجزائر.

9. شرون، رقية. (2008). إدارة المخاطر في البنوك التجارية ومؤشرات قياسها. ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، 26 نوفمبر 2008، الشلف، الجزائر.
10. صالح، فتحالرحمن. (2012). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية. بحث مقدم للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية تحت عنوان "التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية"، 5-6 إبريل 2012، الخرطوم.
11. ناصر، سليمان. بن زيد، ربيعة. (2012). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية. بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان "إدارة المخاطر التنظيم والإشراف"، 6-7-8 أكتوبر 2012، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن.

ثالثاً: الرسائل العلمية :

1. حامد، أحمد الأمين حامد. (2005). الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة اليرموك، الأردن.

ثالثاً: مراجع الأخرى :

2. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (05) الضمانات
3. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار رقم (08) المرابحة للأمر بالشراء.
4. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار رقم (17) صكوك الاستثمار.
5. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي: مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،

ثالثاً: شبكة المعلومات الدولية :

1. www.qurynanew.com/56861 2014/03/25 9:30