

## مخاطر الصكوك ومتطلبات إدارة السيولة

د.عزالدين مصطفى الكور - قسم التمويل والمصارف - كلية الإقتصاد والعلوم السياسية - جامعة طرابلس

### الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على مدى وجود أدوات مالية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية وتصلح للموائمة بين السيولة والربحية، وعلى مدى وجود أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات عوائد خالية من المخاطر، تصلح لتكوين محافظ استثمارية لإدارة السيولة.

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية (الصكوك) تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك لكافة أنواع الصكوك التي يجوز تداولها؛ أو تلك التي لا يجوز تداولها ولكنها ذات آجال أقل من سنة. كما توصلت الدراسة إلى وجود أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات معدل عائد خالي من المخاطر، وذلك فيما يتعلق بصكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المراجعة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المراجعة الاستيرادية بشكل خاص.

الكلمات الدالة: مخاطر الصكوك، هيكل الصكوك، إدارة السيولة.

### المقدمة

تعاني المؤسسات المالية الإسلامية في الدول التي تفتقد إلى الأسواق المالية الإسلامية؛ والأدوات المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل عالية السيولة؛ و التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛ عديد المشاكل في إدارتها للسيولة والموائمة بين السيولة والربحية، الأمر الذي سبب في تدني مستويات كفاءة التكلفة والربح والأداء فيها وفقاً لنتائج دراسة الكور (2010). ونتيجة لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير واعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام و البنوك الإسلامية بشكل خاص، أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية إدارة السيولة، لما لها من أثر على قيمتها السوقية وقدرتها على المنافسة والاستمرار والنمو، والوصول إلى تطبيق إستراتيجية فاعلة في إدارة السيولة، بأن

تعمل على تبني إستراتيجية؛ تعتمد على منتجات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وتسهم في إدارة السيولة بكفاءة، بشكل يعزز من قدرة المؤسسات المالية الإسلامية على المنافسة وتقديم خدمات محببة للمستهلكين وتلقى القبول الاجتماعي، بشكل ينعكس إيجابياً على كافة الأطراف. وعلية فإن الاستمرار ضمن الصناعة المالية والنمو فيها، لا يكون من قبيل الصدفة، وإنما هو نتاج لاستراتيجيات تصمم ويعمل بها بعناية، كالريادة في التكليف؛ والخطوة السباقة؛ والميزة التنافسية للمنتجات؛ والدخول المبكر للسوق؛ وابتكار وتصميم منتجات جديدة والتسويق لها، وغيرها من الاستراتيجيات التي تسهم في تدعيم ونمو الحصة السوقية للمؤسسات المالية وتحقيق لها معدلات أداء مرتفعة تجعلها قادرة على المنافسة والاستمرار والنمو (الكور، 2010).

وتعتبر صناعة المالية الإسلامية بشكل عام وقطاع البنوك الإسلامية بشكل خاص؛ من أكثر القطاعات تنافسية في الوقت الراهن، فحتى الأزمة المالية العالمية جاءت أثارها إيجابية؛ من حيث إنحائها سلط الضوء على مفهوم المالية الإسلامية، والمبادئ والأسس التي تقوم عليها في عمليات التمويل والاستثمار. غير أن النتائج التي قدمتها العديد من الدراسات، ومنها دراسة الفيومي و الكور (2008) ودراسة الكور (2008)، أشارت إلى بُعد البنوك الإسلامية عن الحد الأمثل للكفاءة على مستوى التكلفة، بالرغم من تمثيلها الجيد للكفاءة على مستوى الربح، الأمر الذي قد يعود إلى التشريعات والقوانين التي تلزمها بالاحتفاظ بسيولة عالية، بسبب عدم توفر أدوات مالية توائم بين السيولة والربحية وتتماشى مع الشريعة الإسلامية.

كما تعتبر الأهداف المتمثلة في الربحية والسيولة والأمان؛ هي الإطار الذي تتخذ على ضوءه القرارات المالية في البنوك بشكل عام، إلا أن البنوك الإسلامية قد تعير هديفي الأمان والسيولة أهمية أكبر، وذلك لأن صيغ الاستثمار والتمويل التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛ تنطوي على مخاطر أكبر منه في صيغ التمويل التقليدية، الأمر الذي يتطلب توخي الحذر واتخاذ قرارات التمويل والاستثمار المناسبة التي تضمن حماية الأموال وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسات.

وترجع أهمية هدف السيولة بشكل عام؛ إلى احتمال عدم القدرة على الموازنة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة منها، نظراً لطبيعة بعض الاستثمارات التي قد تتأثر بالمخاطر المالية والتشغيلية؛ والمخاطر الشرعية (في منشآت المال و الأعمال التي تعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية)، والتي قد تؤثر أيضاً على عدم إمكانية الجزم بمواعيد وقيم سداد محددة، فأغلب التمويلات موجهها

لمشاريع خطرة نسبياً؛ يصاحبها درجة عالية من عدم التأكد؛ فيما يخص مواعيد التدفقات النقدية الداخلة منها؛ أو مواعيد استحقاقها وإطفائها بشكل نهائي، ناهيك عن عدم قدرة البنوك الإسلامية بشكل خاص؛ على الاستعانة بالبنوك المركزية؛ والاعتماد عليها كمصدر للسيولة، أو الاعتماد على أداة الاقتراض بين البنوك وغيرها من الأدوات التقليدية قصيرة الأجل التي تعتمد على الفوائد.

ولأن المؤسسات المالية الإسلامية تسعى إلى تعظيم ثروة الملاك والمستثمرين؛ كغيرها من المؤسسات المالية التقليدية، بالتالي فإن إدارة السيولة أفضل سبيل لكسب ثقة الملاك والمستثمرين والمودعين، والتي تعتمد على الطريقة التي تدير بها المؤسسات المالية الإسلامية سيولتها الفائضة، وكذلك طريقة الحصول على الأموال وخاصة في المدى القصير. فهدفاً للسيولة والربحية وفقاً لمبدأ الاستمرارية؛ هذان يكمل أحدهما الآخر، فلو اعتبرنا أن الربحية تهتم بالأجل الطويل؛ يمكن اعتبار أن السيولة تهتم بالأجل القصير، أي أن إدارة السيولة بنجاح في الأجل القصير يؤدي إلى تحقيق الربحية في الأجل الطويل، ومن ثم تعظيم القيمة السوقية لمنشآت المال والأعمال. وبالتالي فإن مسألة إدارة السيولة وانعكاسها على كفاءة التكلفة والربح والأداء؛ تبقى من أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات المالية للمستثمرين بشكل عام.

وبالتالي ووفقاً لما سبق، فالحاجة ملحة إلى وجود آلية يتم من خلالها الحصول على الأموال بسرعة وسهولة وبما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية، حتى تتمكن المؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام والبنوك الإسلامية بشكل خاص؛ من استثمار فائض السيولة المؤقتة لديها بشكل يعكس إيجابياً على أدائها وقيمتها السوقية و وضعها التنافسي ضمن الصناعة المالية.

#### مشكلة الدراسة:

تشير نتائج بعض الدراسات إلى أن البنوك وغيرها من مؤسسات المالية الإسلامية ضمن الأسواق التقليدية؛ تواجه مشاكل في إدارة السيولة لديها، التي قد ترجع لمحددات ناتجة عن طبيعة أعمالها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فسوق ما بين البنوك وأدوات السوق النقدي التقليدية تتعارض مع الشريعة الإسلامية ولا يجوز التعامل فيها. وبالتالي لا تستطيع المؤسسات المالية الإسلامية التعامل بالأدوات المالية التقليدية أو الاقتراض من مصادر التمويل الخارجية المختلفة، إضافة إلى افتقار السوق لأدوات مالية عالية السيولة و لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. وللوصول إلى إستراتيجية فاعلة في إدارة السيولة، تحتاج البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية، إلى تبني إستراتيجية تعتمد على

أدوات ومنتجات مالية يمكن تسهيلها عند الحاجة، وأدوات مالية قصيرة الأجل ذات عائد خالي من المخاطر تسهم في إدارة السيولة بكفاءة.

وبهذا فإن ضعف إدارة السيولة في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يعود إلى افتقار الصناعة المالية الإسلامية إلى سوق مالية إسلامية يمكن من خلالها إصدار وتداول أدوات مالية تساعد على نقل الأموال واستثمارها، ويمكن من خلالها تسهيل الأدوات المالية بسرعة؛ بشكل يوائم بين هديفي السيولة والربحية. حيث تجد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية نفسها مضطرة للاحتفاظ بجزء كبير من الأصول السائلة لتلبية متطلبات الاحتياطي القانوني وعمليات السحب اليومي وتوفير السيولة التشغيلية ومواجهة الأحداث غير المتوقعة في عمليات التمويل والاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع نسبة الأصول النقدية إلى مجموع الأصول عما هو عليه الحال في البنوك التقليدية، مما يزيد من ارتفاع تكلفة الأموال في المؤسسات المالية الإسلامية. الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع مستويات عدم كفاءة التكلفة بشكل ينعكس سلباً على أدائها.

عليه يمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال التساؤلين التاليين :

هل توجد أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وتصلح لإدارة السيولة ؟

هل توجد أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية و ذات عائد خالي من المخاطر؟

#### هدف الدراسة:

نتيجة للمشاكل التي قد تعاني منها البنوك وغيرها من مؤسسات المالية الإسلامية في إدارة السيولة؛ التي يمكن أن تنعكس على تدني مستويات كفاءة التكلفة والربح والأداء فيها، والذي قد يرجع إلى عدم وجود أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية؛ يمكن أن تستخدم لتكوين محافظ استثمارية تسهم في رفع مستويات إدارة السيولة فيها. عليه تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على مدى وجود أدوات مالية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية وتصلح للموائمة بين السيولة والربحية، وعلى مدى وجود أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات عوائد خالية من المخاطر، تصلح لتكوين محافظ استثمارية لإدارة السيولة.

**أهمية الدراسة:**

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع نفسه بشكل عام، الذي يُعنى بإدارة السيولة في البنوك وغيرها من مؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي يتوقع أن تقدم هذه الدراسة بعض النماذج والرؤى والمعلومات الإضافية لكل المهتمين بالمالية الإسلامية ومتخذي القرارات التنفيذية، والتعرف من خلالها على مدى وجود أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية تصلح في إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مما يضيف على هذه الدراسة أهمية خاصة.

**منهجية الدراسة:**

للتعرف على إمكانية استخدام الصكوك ومدى صلاحيتها في إدارة السيولة لمنشآت المال والأعمال، سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على المنهج الوصفي بهدف توفير الحقائق عن المشكلة البحثية وتحليلها واستنباط المخاطر التي تواجه الصكوك بشكل عام، والتعرف على إمكانية وجود صكوك تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية؛ و مدى وجود صكوك تتسم بخلو عوائدها من المخاطر بشكل خاص.

**فرضيات الدراسة:**

للوصول إلى نتائج يمكن من خلالها الإجابة على تساؤلات مشكلة الدراسة، سيتم اختبار فرضيتي الدراسة الرئيسيتين التي صيغت بالصورة العدمية وفقاً لما يلي:

$H_{01}$  : لا توجد أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وتصلح لإدارة السيولة.

$H_{02}$  : لا توجد أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات معدل عائد خالي من المخاطر.

**الدراسات السابقة:**

قام كل من الفيومي و الكور (2008) بتحليل ومقارنة مستويات الكفاءة في البنوك التجارية التقليدية و الإسلامية الأردنية، باستخدام طريقة تحليل البيانات المطورة DEA غير المعلمية، وطريقة الحد ألتصادفي SFA ودالة Cobb-Douglas، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود انحرافات شديدة عن الحد الأمثل وخاصة البنوك الإسلامية ضمن العينة، وتفاوت كبير في مستويات الكفاءة

المقدرة بين البنوك، وبينت أن فجوة الكفاءة على مستوى التكلفة والدخل بينها ازدادت اتساعاً خلال فترة الدراسة.

أما دراسة الكور (2008) فقد هدفت إلى تقدير نقاط عدم الكفاءة في البنوك التجارية التقليدية والإسلامية الأردنية (خمسة عشر بنكاً) وللفترة من 1993 إلى 2006، وذلك باستخدام دالة translog وطريقة الحد التصادفي المعلمية (SFA).

وبينت نتائج الدراسة وجود انحرافات شديدة عن الحد الأمثل، وانخفاض في مستويات كفاءة التكلفة وكفاءة الربح المعياري والبدلي، كما بينت النتائج تمتع البنوك الإسلامية بمستويات مرتفعة من كفاءة الربح، غير أنها بعيدة عن الحد الأمثل فيما يتعلق بكفاءة التكلفة، الأمر الذي قد يعود إلى التشريعات والقوانين التي تلزمها بالاحتفاظ بسيولة عالية، بسبب عدم توفر أدوات مالية قصيرة الأجل توائم بين السيولة والربحية وتتماشى مع الشريعة الإسلامية.

وجاءت دراسة الكور (2010) بهدف معرفة أثر بنود السيولة على كفاءة التكلفة، وبيان ما إذا كان لإدارة السيولة الأثر السلبي على كفاءة التكلفة ومن ثم على أداء البنوك الإسلامية الأردنية للفترة من 1993 وحتى 2008. وتنفذ الانحدار البسيط لمتغيرات الدراسة المتمثلة في متغير السيولة وما في حكمها وأثرها على متغير عدم كفاءة التكلفة المقدرة وعلى متغير العائد على الأصول، توصلت الدراسة إلى نتائج مفادها أن العلاقة بين متغير السيولة وما في حكمها وبين متغير عدم كفاءة التكلفة كانت موجبة وهامة إحصائياً وفي حدود 54.4% وعند مستوى معنوية أقل من 1%. وأن علاقة متغير السيولة وما في حكمها مع أداء البنوك الإسلامية المتمثل في معدل العائد على الأصول جاءت ضعيفة نسبياً وغير هامة إحصائياً وفي حدود 13.8%.

ونتيجة لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير واعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، توصي الدراسة البنوك العربية بشكل عام و البنوك الليبية بشكل خاص، التي بدأت حديثاً بالعمل بالصيغ و الأدوات المالية الإسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية الكفاءة على مستوى التكلفة والربح وأهمية إدارة السيولة؛ لما لها من أثر على قيمة البنك وقدرته على المنافسة والاستمرار والنمو، الأمر الذي يتطلب من البنك المركزي الليبي العمل على تبني إستراتيجية تعتمد على أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية تساهم في إدارة السيولة بكفاءة.

وقامت دراسة العمري و السحيباني (2013) بتقويم تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الفقهية والاقتصادية في السعودية، وتقديم مقترحات لتحسين هياكل صكوك الإجارة، وتحقيق قيمة اقتصادية مضافة توازن بين مخاطر الصكوك وعوائدها. وتوصلت الدراسة إلى أن طبيعة الصكوك الإسلامية تتطلب نماذج تقييم وتصنيف مختلفة، وأن السوق الثانوية تعاني من ضعف التداول الناتج من صغر حجم الإصدارات مقارنة بإصدارات الأوراق المالية التقليدية، وافتقار صناعة الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية اللازمة لزيادة إصدار الصكوك وتداولها.

و هدفت دراسة كل من ناصر و بن زيد (2014) إلى البحث في إمكانية أن تكون الصكوك أداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى الاستفادة منها في الجزائر. وتوصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من وجود عوائق وإشكالات تعترض طريق الصكوك إلا أنها تعتبر أداة تمويلية ناجحة لمشاريع التنمية الاقتصادية. أما دراسة بدر (2015) فههدفت إلى تقييم دور الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتمويل، ومعرفة أثر استخدامها على الدين العام باستخدام نموذج افتراضي لمحاكاة الأثر على الدين العام وعجز الموازنة في الاقتصاد المصري. وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام الصكوك لها أثر إيجابي على الدين العام أو عجز الموازنة، و وجود أثر إيجابي للتمويل بواسطة الصكوك على فجوة الادخار المحلية وعجز الموازنة العامة والدين العام الداخلي.

كما هدفت دراسة كل من الموسى وسبلا (2016) إلى بيان الصكوك الاستثمارية ونشأتها ومخاطرها، وعرضت فيها لمفهوم الصكوك ومفهوم الاستثمار وأوجه التشابه والاختلاف بين الصك والسهم والسند، كما بينت مراحل نشأة الصكوك الاستثمارية، وأنواعها باعتبار العقود المؤصلة للمعاملة، وباعتبار طبيعة العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك، وباعتبار النظر إلى طريقة انتهائها، وألقيت الضوء على مفهوم المخاطر وعلاقته بالاستثمار وأنواع المخاطر التي تتعرض لها صكوك الاستثمار، مع إبراز مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم عملية إصدار صكوك الاستثمار وتداولها وإطفائها.

أما دراسة أمل وآخرون (2018) فتهدفت إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل في النمو الاقتصادي، عن طريق تناول تجارب حقيقية لإصدار تلك الصكوك في كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة وبريطانيا للفترة 2007-2015، و تضمن نموذج الدراسة القياسي مجموعة من المؤشرات العامة المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي وعدد السكان والاستثمار الأجنبي المباشر. ومن أهم

النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة طردية بين إصدار الصكوك الإسلامية والنتائج المحلي الإجمالي؛ باعتباره مؤشر يعبر عن النمو الاقتصادي.

### الإطار النظري للدراسة:

#### أهمية إدارة السيولة:

تكمن أهمية إدارة السيولة في كونها تخفض المخاطر التي تحدث جراء حدوث فائض أو عجز في السيولة، وازدادت أهمية إدارة السيولة في السنوات الأخيرة نتيجة للتطور الحاصل في شتى المعاملات المالية، بالإضافة إلى التذبذب الحاصل في أسعار الفائدة وأسعار الصرف والتغيرات في خصائص الأسواق والتطورات التكنولوجية المستمرة، وأهمية الإيفاء بالالتزامات في مواعيدها، وغيرها من الأمور التي تستوجب (على الدوام) أن تدار السيولة بكفاءة عالية، حتى يمكن تخفيض مخاطر السيولة إلى أقل ما يمكن.

ونظراً لطبيعة البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية وافتقارها إلى رعاية البنوك المركزية من حيث إنها لا تعتبر الملاذ الأخير للاقتراض كما هو الحال في البنوك التقليدية، ونظراً لطبيعة الودائع في البنوك الإسلامية، إضافة إلى ضعف آليات التمويل والحصول على السيولة من الأسواق المالية الإسلامية، ولحاجتها أي نقص محتمل في السيولة، تلجأ البنوك الإسلامية إلى الاحتفاظ بمقدار كبير من الأموال السائلة لمجابهة متطلبات السيولة المختلفة، من متطلبات الاحتياطي القانوني وعمليات التشغيل اليومية، أو نتيجة لدافع الحيطة والحذر من مغبة عدم موائمة التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، أو نتيجة لدافع المضاربة الذي يتيح استغلال فرص مربحة وغير متوقعة، فإن كل ذلك يستوجب من البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية الاحتفاظ بمعدلات مرتفعة نسبياً من السيولة مقارنةً بالبنوك التقليدية.

وبالمقابل؛ فإن الاحتفاظ بمقادير مرتفعة من السيولة سيزيد من مخاطر عدم استغلال الموارد المالية في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية، ويزيد من ارتفاع تكاليف الأموال فيها، وانخفاض كفاءة التكاليف، مما يؤثر بشكل كبير على وضعها التنافسي و ينعكس سلباً على الأرباح، ومن ثم على الأداء وعلى قيمتها السوقية.

**مفهوم السيولة:**

يقصد بالسيولة قدرة البنوك على تحويل الأصول المالية إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق، إذ تتمثل أهم أهداف إدارة السيولة في المحافظة على رصيد نقدي موجب جاهز يمكن من خلاله عدم الوقوع في عجز نقدي (عسر فني) ومواجهة احتياجات النقدية في المدى القصير. ويتم الاحتفاظ بالأصول المالية ذات السيولة العالية؛ كاستثمار مؤقت للحصول على عوائد منخفضة المخاطر، لمقابلة أي تدفقات نقدية خارجة غير متوقعة، أو عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة، بشكل يسهم في تخفيض تكلفة التمويل من المصادر الخارجية. كما ترجع أسباب تكوين محافظ الأوراق المالية ذات السيولة العالية؛ إلى دافع المضاربة واستغلال الفرص المربحة غير المتوقعة؛ وإلى دافع الاحتياط ومواجهة الحالات الطارئة؛ وإلى دافع العمليات التشغيلية والمصاريف المتعلقة بالنشاط؛ وتعزيز القدرة على الوفاء بالمسحوبات غير المتوقعة في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية؛ وهذا كله في إطار كفاءة الإدارة النقدية والموائمة بين مبدأ السيولة والربحية.

**معدل العائد الخالي من المخاطر:**

يتحدد سعر الفائدة في السوق من خلال سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة (الذي يتمثل في عائد ورقة مالية مرتفعة السيولة وخالية من جميع المخاطر) إضافة لعلاوات متعددة كعلاوة التضخم وعلاوة مخاطر عدم السداد وعلاوة مخاطر السيولة وعلاوة مخاطر أجل الاستحقاق. وبالتالي فإن معدل العائد الخالي من المخاطر يعكسه سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة الذي يحتوي على سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة إضافة لعلاوة مخاطر التضخم فقط.

**علاوات المخاطرة:**

وتتمثل في العلاوات التالية:

**علاوة التضخم:**

يعكس التضخم انخفاض القوة الشرائية للنقود ومن ثم ينعكس على الحد الأدنى للعائد المطلوب من المستثمرين اللازم لتغطية أثر التضخم، بحيث يصبح سعر الفائدة الاسمي متضمن لسعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة التضخم.

**علاوة مخاطر عدم السداد:**

تزداد علاوة مخاطر عدم السداد مع زيادة احتمال تحقق خسائر مُصدر الورقة المالية؛ وتزايد احتمال عدم قدرته على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند الاستحقاق.

**علاوة السيولة:**

يعتبر تسويق الورقة المالية؛ وإمكانية تحويلها إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق؛ من العوامل المهمة التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار، وعلى هذا الأساس تُضمن علاوة السيولة عند احتساب عائد الورقة المالية، حيث ترتفع علاوة السيولة كلما انخفضت درجة سيولة الورقة المالية (علاقة عكسية).

**علاوة أجل الاستحقاق:**

للزمن قطعةً من الثمن، وكلما زادت فترة الاستثمار زاد عدم التأكد بشأن المستقبل وبالتالي زادت المخاطرة؛ وزادت احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة و معدل العائد المطلوب على الاستثمار، الذي ينعكس على انخفاض السعر السوقي للورقة المالية وتحقيقها لخسائر رأسمالية، وبالتالي كل الاستثمارات طويلة الأجل تتطلب إضافة علاوة أجل الاستحقاق إلى العائد الحقيقي مع العلاوات الأخرى لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر.

**الشروط الواجب توفرها في الأوراق المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر:**

ويتحقق معدل العائد الخالي من المخاطر؛ عندما يمتد تقييم المستثمر للورقة المالية لفترة واحدة، بأن يعلم المستثمر الذي يشتري الورقة المالية في بداية الفترة بتأكد تام قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي في تاريخ استحقاق الورقة المالية؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار وانخفاض قيمة الورقة عند الاستحقاق، وبهذا فإن الانحراف المعياري لعائد هذه الورقة الدوري يكون مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.

كما أن الورقة المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر قصيرة الأجل، وبهذا تكون درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة وعلاوة التضخم يتضمنها معدل العائد عليها. وأما ذات دخل ثابت وتصدر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

وتأسيساً على ما سبق، يمكن اعتبار أذونات الخزنة التي تصدرها وزارة المالية وشهادات الإيداع التي تصدرها البنوك المركزية؛ أوراقاً مالية قصيرة الأجل يعتبر معدل العائد فيها خالي من المخاطر، غير أنها لا تصلح لإدارة السيولة في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية كونها تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

### الأوراق المالية التقليدية قصيرة الأجل ذات معدل العائد الخالي من المخاطر:

من أهم الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تستخدم في إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال ما يلي:  
أذون الخزنة:

يعتبر أذون الخزنة من أهم أدوات الدين في السوق النقدية، وتصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما يعتبر الأذون الورقة المالية الملائمة لاستثمار الفوائض النقدية المؤقتة (إدارة النقدية) لشركات المال والأعمال. وتباع بخصم من قيمتها الاسمية لكافة المتعاملين في سوق النقد، أي بسعر يبيع أقل من قيمتها الاسمية، وعند الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة المدونة على الأذون، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر. ويصدر الأذون بشكل دوري وباستحقاق يتراوح بين ثلاثة أشهر وستة أشهر وتسعة أشهر وأثنى عشر شهراً كحد أقصى، ويتميز بسيولته العالية وضمان سداد قيمته الاسمية عند الاستحقاق.

### شهادات الإيداع:

تمثل شهادات الإيداع أدوات دين تصدرها البنوك المركزية كأداة من أدوات إدارة السيولة للمصارف التجارية التي تتوفر لديها سيولة فائضة مؤقتة يمكن استثمارها في شهادات الإيداع لتحقيق مبدأ الموازنة بين السيولة والربحية في البنوك التجارية، حيث تعطي عائد متمثل في فائدة (تناسب طردياً مع فترة الاستحقاق) تستحق مع قيمة الشهادة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والذي يكون أقل من سنة. و لا يجوز استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق إلا من خلال البيع في السوق الثاني الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.

### الأوراق المالية التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية:

#### الصكوك:

تعتبر الصكوك أداة مالية من أدوات النموذج المالي المستند على الأسواق المالية، وتعرف بأنها وثائق متساوية القيمة الاسمية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات نقدية أو أعيان أو منافع أو خدمات

أو خليط منها، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري محدد بقصد الاستثمار أو التمويل، ولا تمثل الصكوك ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، وتصدر في إطار عقد شرعي.

وتعتبر الصكوك ذات مخاطر متباينة وفق تباين مخاطر العقود التي تبني على أساسها هياكل الصكوك (هياكل تبني على أساس عقود المدائبات، وهياكل تبني على أساس عقود المشاركات التي تعتمد مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر)، كما أنها لا تعتبر مصدر تمويل دائم كما هو في الأسهم لاحتوائها على تاريخ استحقاق كما في السندات.

وتعرف صكوك الاستثمار الحكومية على أنها الصكوك التي يكون المصدر فيها إحدى الوزارات أو الهيئات أو المؤسسات العامة أو وحدات الحكم المحلي أو الشركات المملوكة للدولة ملكية عامة. ويجب أن يكون إصدار الصكوك الحكومية وفق قانون الصكوك الليبي مقابل حق الانتفاع بالأصول فقط دون تملكها. كما يصدر الصك على أساس توكيل المصدر لجهة الإصدار في حفظ حقوقه وإدارة عملية التصكيك.

#### وعليه يشترط عند هيكلية وإصدار الصكوك ما يلي:

- أن تصدر باسم مالكيها، بفئات متساوية القيمة؛ لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- أن تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات نقدية أو أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود.
- أن تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تُنظم إصدارها وتداولها.
- أن يخضع تداولها لشروط تداول ما تمثله.
- أن يشارك مالكوها في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.
- يجوز أن تنص نشرة الاكتتاب للصكوك غير الحكومية على تحول الصكوك إلى أسهم بعد موافقة الهيئة التشريعية وجميع أطراف العقد.
- لا يجوز أن تشمل نشرة الاكتتاب لصكوك الاستثمار ضمان للقيمة الاسمية أو قدرماً معيناً من الربح في غير حالات التعدي والتقصير.
- لا يجوز إصدار أو تداول الصكوك إلا من خلال سوق المال الليبي.

- يحق لحملة الصكوك تكوين هيئة مالكي الصكوك وممثل قانوني لها لمتابعة وحماية مصالحهم المشتركة.
- يجوز أن يتبرع طرف ثالث مستقل بضمان الصكوك.
- يجوز أن تقدم جهة الإصدار لمالك الصك بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليتها في حالات تعديها أو تقصيرها.
- يجوز أن يتعهد المصدر أو جهة ما بشراء ما لم يُكتتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.
- لا يجوز تصكيك الديون في الذمم لغرض تداولها.

#### أنواع الصكوك:

- صكوك التمويل (صكوك المراجعة، صكوك الاستصناع، صكوك السلم).
- صكوك الإجارة (صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير، صكوك إجارة الخدمات).
- صكوك الاستثمار (صكوك المضاربة، صكوك الوكالة بالاستثمار، صكوك المشاركة).
- صكوك المشاركة في الإنتاج (صكوك المزارعة، صكوك المساقاة، صكوك المغارسة).
- صكوك المحافظ الاستثمارية.

#### تداول الصكوك:

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- وفي الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضيان عليه يوم الشراء، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

ولغرض تحليل مخاطر وعوائد صكوك التمويل والاستثمار التي تصدر وفق هيكلية خاصة تخضع لضوابط وقواعد التمويل الإسلامي، ينتفي فيها الربا والغرر في العقود التي تبنى على أساسها هيكل الصكوك. سيتم في هذه الدراسة تبيان هيكلية وإصدار الصكوك المختلفة وفقاً لما يلي:

#### أولاً / هيكلية وإصدار صكوك الإجارة:

بدايةً ننوه إلى جواز تعجيل الأجرة أو تقسيطها أو تأجيلها حسب الاتفاق، كما يجوز أن تكون الأجرة بمبلغ ثابت، أو بمبلغ متغير مرتبط بسعر المثل أو معدل عائد في السوق له نفس المخاطر، وفي حال تغيير قيمة الإجارة يكون على الفترات اللاحقة غير المستحقة.

#### ● هيكلية وإصدار صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير:

1- تعيين الأصول القابلة للتصكيك (معدات-مباني-امتيازات-منافع)، بحيث تصبح مستقلة عن بقية الأصول المملوكة للشركة المصدرة.

2- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) special purpose vehicle، ويبيع الأصل محل التصكيك لها بعد تقييمه بقيمته السوقية.

3- تصدر الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) الصكوك على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلتها لشراء الأصل محل التصكيك، وتكون ملكيتها على الشيوخ بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

4- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتأجير الأصل محل التصكيك للشركة المصدرة بعقد إجارة (إجارة تشغيلية)، على أن تتحمل جهة الإصدار كل ما يتعلق بالصيانة الأساسية للأصل المؤجر ويتحمل المصدر في حال ما كان مؤجراً للأصل الصيانة الدورية التشغيلية.

5- تكون الأجرة هي العائد الدوري لحملة الصكوك، إضافة للعائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية في حال تغيير قيمة الأصل السوقية بالنقصان أو الزيادة، أو تغير السعر الذي يتم التراضي عليه عن القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

6- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

7- تطفأ صكوك ملكية الموجودات ببيع الموجودات لمصدر الصكوك أو لغيره وذلك بعد انتهاء مدة الإجارة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ويكون البيع بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه

مُصدر الصك وحامله، وتوزيع القيمة على مالكي الصكوك. كما تطفأ صكوك ملكية الموجودات المؤجّرة عند استردادها من قبل مُصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه مالك الصك ومُصدره.

#### • هيكلّة وإصدار صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك:

1- تعيين الأصول القابلة للتصكيك (معدات-مباني-امتياز-منافع)، بحيث تصبح مستقلة عن بقية الأصول المملوكة للشركة المُصدرة.

2- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV)، ويبيع الأصل محل التصكيك لها بعد تقييمه بقيمته السوقية.

3- تصدر الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) الصكوك على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلتها لشراء الأصل محل التصكيك، وتكون ملكيتها على الشيوخ بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

4- يجب الفصل بين عقدي الإجارة والتمليك سواء عند البيع تدريجياً أو التملك بهبة مشروطة بتمام السداد.

5- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتأجير الأصل محل التصكيك للشركة المُصدرة بعقد إجارة منتهية بالتمليك.

6- تكون الأجرة في حال تملك الأصل بإعطاء خيار للمستأجر بشراء الأصل المستأجر بسعر السوق أو بتقييم الخبراء وذلك بعد دفع جميع الأقساط الإيجارية خلال مدة الإجارة، هي العائد الدوري لحملة الصكوك، إضافة للعائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية الناتج عن البيع بعقد منفصل وفي حال تغير قيمة الأصل السوقية بالنقصان أو الزيادة، أو تغير السعر الذي تم التراضي عليه عن القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

وفي حال تملك الأصل بعقد هبة مستقل أو وعد بالهبة بوعده مستقل بعد سداد كامل الأجرة المتفق عليها، أو في حال تملك الأصل بإبرام عقد بيع مستقل بثمن رمزي بعد انتهاء عقد الإجارة يكون العائد فيها في القيمة الإضافية لقيمة مجموع أقساط الإيجار عن قيمة الصكوك الاسمية. أما في حال تملك الأصل عن طريق البيع بباقي الأقساط في وقت يختاره المستأجر وبعقد جديد، يكون العائد متضمناً مع قيمة القسط، بما يحقق قيمة الصكوك الاسمية إضافة إلى العائد على الاستثمار فيها.

7- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

8- تطفأ صكوك ملكية الموجودات المنتهية بالتمليك مع سداد آخر قسط من قيمة الأصل وعائد الإجارة من قبل المستأجر (المصدر) إلى حملة الصكوك، حيث تطفأ بانتقال كامل الملكية للمستأجر بعد المدة المحددة في العقد. وعند انتقال الملكية بالبيع التدريجي يقسم الأصل محل التعاقد إلى حصص يحدد العقد قيمة كل منها وقسطها ومدة كل قسط، و تنتقل ملكية كل حصة إلى المشتري بتوقيع عقد منفصل. أما إذا كان التملك بدفعة واحدة عند انتهاء المدة حسب الاتفاق، يكون باتفاق الطرفان على سعر البيع عند التعاقد الجديد و نقل الملكية بعقد جديد ومنفصل عن عقد الإجارة. وفي حالة إطفاء صكوك الإجارة لمنتهية بالتمليك القائمة على هبة الأصل للمستأجر عند الاستحقاق وسداد آخر قسط، فتنقل ملكية الأصل المؤجر للمستأجر بعقد هبة جديد. وفي حال ما تم إبرام عقد هبة مشروطة عند توقيع عقد الإجارة، تطفأ الصكوك وتنقل ملكية الأصل عند سداد آخر قسط دون إبرام عقد جديد.

#### • هيكل وإصدار صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV)، وبيع المنفعة محل التصكيك لها لفترة زمنية معلومة.
- 2- تصدر الصكوك على أساس عقد الإجارة وتستخدم حصيلتها لشراء منفعة الأصل. ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية المنفعة فقط دون ملكية الأصل.
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص مالكة المنفعة بتأجير الأصل/المنفعة محل التصكيك للشركة المصدرة بعقد إجارة، على أن تتحمل جهة الإصدار كل ما يتعلق بالصيانة الأساسية للأصل المؤجر ويتحمل المصدر في حال ما كان مؤجراً للأصل/المنفعة الصيانة الدورية التشغيلية.
- 4- تكون الأجرة هي العائد الدوري للصكوك، ويتمثل العائد عند الاستحقاق في قيمة أقساط الأجرة - القيمة الاسمية للصكوك. وعند الاسترداد قبل تاريخ الاستحقاق يتمثل العائد في قيمة أقساط الأجرة + العائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية من قيمة الموجودات/المنافع المؤجرة بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه مالك الصك ومصدره، أو بالتنضيق الحكمي من قبل الخبراء والمتخصصين، حيث يتحقق العائد الرأسمالي لحملة الصكوك عندما تكون القيمة السوقية للأصل/المنفعة عند الاسترداد أعلى من قيمتها الاسمية.

- 5- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للمنفعة وحتى نهاية أجلها.
- 6- تطفأ صكوك ملكية المنافع بانتهاء مدة الإجارة المبينة في نشرة الإصدار.
- **هيكلية وإصدار صكوك إجارة محلها الاختصاص (امتياز):**
- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) وبيع الامتياز المجمعول محلاً للتصكيك بثمن يحدد وفق السوق أو من خلال تقدير الخبراء.
- 2- تقوم جهة الإصدار (SPV) بتصكيك الامتياز على أساس عقد إجارة الخدمات، ودفع القيمة للمصدر.
- 3- يتمثل عائد هذا النوع من الصكوك في إيراد دوري يوزع على حملة الصكوك. وفي حال كان المصدر وكيل عن حملة الصكوك في إدارة هذا الامتياز؛ يتقاضى أجره عن الوكالة ينص عليها في اتفاقية إصدار الصكوك.
- 4- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للامتياز وحتى نهاية أجلها.
- 5- تطفأ الصكوك في نهاية مدة التملك وعند الاستحقاق المبين في نشرة الإصدار، وعند استرداد ملكية الامتياز من قبل المصدر قبل موعد الاستحقاق يتم التنضيب الحكمي من قبل خبراء في تقدير القيمة السوقية للمدة المتبقية من عمر الصكوك.
- ثانياً / هيكلية وإصدار صكوك المراجعة:**
- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) وتمثل المشتري الأمر بشراء سلعة المراجعة.
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المراجعة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص أو الوكيل (عندما تكون الحاجة ملحة للتوكيل) باستخدام حصيلة الإصدار في تمويل شراء بضاعة المراجعة لبيعها للواعد بشرائها بعد تملكها وقبضها (تكون في ضمان حملة الصكوك).
- 4- يمثل الصك حصة شائعة في هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها.
- 5- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع سلعة المراجعة للمصدر وتصبح في ضمانته.
- 6- يمثل الصك حصة شائعة في ثمن البضاعة بعد بيعها للواعد بشرائها.

- 7- عائد صكوك المراجعة هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة و ثمن بيعها للواعد بشرائها. ويكون نسبة مئوية من رأس مال بضاعة المراجعة.
- 8- لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- 9- يتم إطفاء صكوك المراجعة مع تحصيل آخر قسط من قيمة بيع سلعة المراجعة في تاريخ الاستحقاق.
- ثالثاً / هيكلية وإصدار صكوك المشاركة:**
- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد مشاركة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (جهة الإصدار طالب المشاركة) بالدخول في عقد مشاركة باستخدام حصيلة الإصدار (حصة حملة الصكوك في المشاركة) التي تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان و منافع و ديون ونقود وحقوق مالية أخرى مع المصدر للمتاجرة بما بالبيع أو الإجارة.
- 4- تحدد نشرة إصدار هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المشاركة وحصة حملة الصكوك في ربح المشاركة.
- 5- يجري توزيع أرباح المشاركة إن وجدت بعد استقطاع حصة الشريك من الأرباح المحققة بالنسبة المتفق عليها بينهما، حيث يجري توزيع الأرباح المستحقة لحملة الصكوك بصفة دورية، كما يتحملون مخاطر (خسارة) هذا الاستثمار وفق حصة حملة الصكوك بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك.
- 6- يتم تداول صكوك المشاركة بعد ففل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- 7- تطفأ صكوك المشاركة بانتهاء مدة المشاركة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، والقيام بتنضيف موجودات المشروع وتوزيع الأرباح أو الخسائر على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع حصة الشريك. أما صكوك المشاركة المتناقصة فتطفأ بانتهاء فترة التخارج المنصوص عليها في نشرة الإصدار ومع آخر قيمة مسددة من المصدر لحملة الصكوك.

## رابعاً / هيكلية وإصدار صكوك المضاربة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد مضاربة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، حيث يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة (وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى)، وفي ثمنها بعد بيعها.
- 3- تستخدم حصيلة الإصدار لدفع رأسمال المضاربة للمضارب (جهة الإصدار)، ويستحق حملة الصكوك (أرباب المال) حصة من عائد استثمار موجودات المضاربة، ويتحملون مخاطر (خسارة) هذا الاستثمار بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك، ويتحمل المضارب الخسارة الناتجة عن التعدي أو التقصير. وتحدد نشرة إصدار الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المضاربة وحصة حملة الصكوك من الربح.
- 4- يمكن جمع حصيلة الإصدار في وعاء استثماري يستخدم في عمليات تمويل بالمرايحة أو الإجارة أو المشاركة، بحيث تصمم الصكوك على عدة عقود للمضاربة يجري التنضيق الحكمي لها في نهاية كل فترة ومن ثم الدخول في مضاربة جديدة.
- 5- يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- 6- تطفأ صكوك المضاربة بانتهاء مدة المضاربة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وتنضيق موجوداتها، وتوزيع أرباح المضاربة على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع حصة المضارب. وفي حالة وجود خسائر يتحملها مالكو الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم ويخسر المضارب جهده.

## خامساً / هيكلية وإصدار صكوك الوكالة بالاستثمار:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد الوكالة بالاستثمار (تعتبر جهة الإصدار هي الوكيل بالاستثمار، ومالكو الصكوك هم المؤكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ المؤكل في استثماره) بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.

3- يملك مالكو الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة (تشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى)، وفي ثمنها بعد بيعها.

3- يستحق حملة صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يحملة كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على حملة الصكوك، وقد يستحق حافظاً مقرون بمعدل أداء معين.

5- يجوز تداول صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

6- تطفأ صكوك الوكالة بالاستثمار بانتهاء مدة الاستثمار المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وتنضيز موجودات عملية الاستثمار، وتوزيع الأرباح والخسائر -إن وجدت- على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع أجرة الوكيل.

#### سادساً / هيكلية وإصدار صكوك السلم:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد السلم بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها، وفي السلعة بعد قبضها وفي ثمنها بعد بيعها.

4- يتمثل عائد الصكوك في الفرق بين ثمن شراء سلعة السلم وثن بيعها.

5- لا يجوز تداول صكوك السلم.

6- تطفأ صكوك السلم في تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في نشرة الإصدار واستلام سلعة السلم وبيعها بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعها على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها، وفي حالة عدم بيعها يتم توزيع موجودات سلعة السلم على حملة الصكوك حسب نسب ملكيتهم.

#### سابعاً / هيكلية وإصدار صكوك الاستصناع:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).

- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد الاستصناع بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- تستخدم حصيلة إصدارها في تمويل تصنيع أصل مبيع استصناعاً لتسليمها إلى مشتريه استصناعاً.
- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية الأصل المصنع، وفي ثمنه بعد تسليمه لمشتريه.
- 5- يتمثل عائد صك الاستصناع في الفرق بين تكلفة تصنيع الأصل (القيمة الاسمية للصك) وثمان بيعه.
- 6- يجوز تداول صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لمالك الصكوك في مدة الاستصناع.
- 7- تطفأ صكوك الاستصناع في تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في نشرة الإصدار، واستلام السلعة المصنعة وبيعها بالسعر المتفق عليه مع المصدر أو بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعها على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها، أو توزيع الموجودات المصنوعة (إذا كانت قابلة للتوزيع) على حملة الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

#### ثامناً / هيكلية وإصدار صكوك المزارعة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المزارعة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، تستخدم حصيلتها في تمويل تكاليف الزراعة.
- 3- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض وفي الزرع بعد ظهوره (المحصول) وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين صاحب الأرض (المصدر)، وفي ثمن الزرع بعد بيعه.
- 4- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من الزرع مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف الزرع).
- 5- يجوز تداول صكوك المزارعة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك مالكي الأرض، أمّا إذا كانوا هم الملتزمين بالعمل (الزراعة) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

6- تطفأ صكوك المزارعة بانتهاء مدة المزارعة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع المحصول الزراعي بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعه على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منه، أو توزيع المحصول الزراعي على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

#### تاسعاً / هيكلية وإصدار صكوك المساقاة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المساقاة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك. تستخدم حصيلتها في تمويل رعاية أشجار قابلة للثمار.
- 3- يتعهد المصدر للصكوك بسقي الزرع وتهذيبه وتسميده ومعالجة الآفات التي تصيبه حتى يثمر.
- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الشجر، وفي الثمر بعد ظهوره وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين مالك الشجر (المصدر)، وفي ثمن الثمر بعد بيعه.
- 4- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من الثمر مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف العناية بالشجر).

5- يجوز تداول صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك مالكي الأرض، أمّا إذا كانوا هم الملتزمين بالعمل (السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

6- تطفأ صكوك المساقاة بانتهاء مدة المساقاة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع المحصول الزراعي بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعه على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منه، أو توزيع المحصول الزراعي على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

#### عاشراً / هيكلية وإصدار صكوك المغارسة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المغارسة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، تستخدم حصيلتها في تمويل غرس الأرض بأشجار ذات قيمة اقتصادية.
- 3- يتعهد المصدر للصكوك برعاية غرس الأرض حتى تصل لمرحلة الإثمار.

- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المغارسة من الأرض والغرس، و في ثمنها بعد بيعها وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين مالك الشجر (المصدر)، وفي ثمن بيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر.
- 4- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من موجودات المغارسة من الأرض والغرس مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف غرس الشجر وعنايته).
- 5- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان مالكو الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.
- 6- تطفأ صكوك المغارسة بانتهاء مدة المغارسة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر، وتوزيع حصص البيع على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها. أو توزيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر (إن أمكن) على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

#### تحليل مخاطر الصكوك:

تتمثل معايير اختيار الأوراق المالية لتكوين المحافظ الاستثمارية ذات السيولة العالية لأغراض الاستثمار والموائمة بين السيولة والربحية وإدارة السيولة في المخاطر التالية:

#### المخاطر العامة:

##### ● المخاطر المالية:

تتمثل المخاطر المالية في درجة تذبذب السعر؛ ومن ثم مدى تحقق الخسائر الرأسمالية للورقة المالية في حالة البيع قبل موعد الاستحقاق، حيث تتعرض كافة الصكوك القابلة للتداول لهذه المخاطر، باعتبار إمكانية بيعها قبل موعد استحقاقها؛ لأغراض السيولة أو ظهور فرص بديلة تحقق عوائد أعلى، وبهذا يكون حملة الصكوك دون المصدر عرضه لتحقيق خسائر رأسمالية عند بيع الصكوك بقيمة سوقية أقل من قيمتها الاسمية.

أما عند الاحتفاظ بالصك إلى تاريخ الاستحقاق؛ فحملة الصكوك يتعرضون لمخاطر تغير القيمة السوقية إلى أقل من قيمتها الاسمية عند الإطفاء، والعكس صحيح بالنسبة لمصدر الصكوك الذي يتعرض لهذه المخاطر عند ارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للصك عند الإطفاء. أما الصكوك

التي يجوز استردادها والقابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق، والتي من المتوقع أن يستردها المصدر عندما تكون القيمة السوقية أقل من قيمتها الاسمية، يتحقق فيها أيضاً خسائر رأسمالية لحملة الصكوك. وتزداد المخاطر المالية مع احتمال تحقق الخسائر أو العسر المالي سواءً الفني منه أو الحقيقي للشركة المصدرة للورقة المالية، والتي تعرف بمخاطر التوقف عن سداد الالتزامات. و تتمثل في عدم قدرة المصدر على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند استحقاقها، الذي قد يرجع إلى ظروف اقتصادية عامة (مخاطر عامة) أو ظروف خاصة بالمصدر (مخاطر خاصة). وعلى هذا الأساس يستوجب الأمر عند الاستثمار في الصكوك بشكل عام دراسة وتحليل قدرة المصدر على السداد، فبظهور احتمال ولو ضعيف؛ عن عدم قدرة المصدر على سداد قيمة العائد أو قيمة الصكوك؛ كفيل بانخفاض قيمة الصكوك السوقية، ناهيك عن عدم قدرته وعجزه الحقيقي عن السداد، الذي يحقق خسائر رأسمالية كبيرة؛ تعتمد حدتها على ما تمثله الصكوك من أعيان أو منافع أو ديون.

#### ● مخاطر سعر الفائدة:

عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق؛ يزيد الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين؛ الذي ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية المصدرة بالانخفاض، وتتحقق معه الخسائر الرأسمالية عند البيع خلال عمر الصك وقبل موعد الاستحقاق؛ في حال انخفضت القيمة السوقية للورقة المصدرة عن قيمتها الاسمية، أما عند الاحتفاظ بالورقة المالية لموعد الاستحقاق (هذا ما يميز الصكوك عن الأسهم التي تعتبر مصدر تمويل دائم، بينما الصكوك تتشابه مع السندات في أنها ذات آجال محددة) يتم استرداد القيمة الاسمية و لا تتحقق الخسائر بالمعنى المحاسبي؛ و الذي يتحقق فقط في صكوك المراجعة والإجارة المنتهية بالتملك و الشراكة المتناقصة. أما إذا أخذنا تكلفة الفرصة البديلة عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق فتتحقق عندها الخسائر بالمعنى الاقتصادي، فالعوائد المحققة على الاستثمار في الصكوك، تصبح غير مجزية لحملتها وأقل من معدل العائد المطلوب عليها.

أما عند انخفاض أسعار الفائدة؛ فيفترض في قيمة الورقة المالية السوقية أن ترتفع؛ وتحقق أرباح رأسمالية عند بيعها قبل موعد الاستحقاق؛ باعتبار أنها تحقق عوائد أعلى من عوائد الاستثمارات في السوق لذات المستوى من المخاطر، وفي حال الاحتفاظ بها لحين موعد الاستحقاق تكون العوائد مجزية حيث أنها أعلى من عائد الفرصة البديلة للاستثمارات ذات نفس المستوى من المخاطر.

### ● مخاطر القوة الشرائية:

عند حدوث التضخم وانخفاض القوة الشرائية، ينعكس ذلك على العوائد الدورية والرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بالانخفاض أيضاً. وبالتالي الأوراق المالية ذات الفائدة أو العوائد الثابتة (السندات أو صكوك المراجعة و الإجارة مثلاً) تنخفض قيمتها وتحقق خسائر رأسمالية، وهذا ينطبق أيضاً على كافة أنواع الأوراق المالية و الصكوك؛ في حال ما كانت عوائدها أقل من معدل العائد المطلوب عليها جراء التضخم.

### ● مخاطر تذبذب أسعار الصرف:

عند انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الرئيسية، تحدث موجات من التضخم، وخاصة تلك المصاحبة بسياسات نقدية انكماشية على مستوى الدولة؛ تؤدي إلى صعوبة الحصول على تمويل لتغطية حاجتها من النقدية، لهذا تضطر الشركات للاحتفاظ بالنقدية، وخوفاً من تآكل قوتها جراء انخفاض قيمتها، تقوم باستثمارها في أوراق مالية قصيرة الأجل ذات سيولة عالية؛ للموائمة بين السيولة والربحية والمحافظة على القيمة.

### ● مخاطر السوق:

ترجع مخاطر السوق؛ لمخاطر تتعلق بعوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، تؤثر في الاتجاهات السعرية الصاعدة والهابطة في سوق المال وفي قيمة الأوراق المالية المتداولة فيه، بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

**وعليه؛** فإن المخاطر سالفة الذكر؛ تتأثر بها كافة الأوراق المالية، إلا أن درجة التأثير بها تختلف من ورقة مالية إلى أخرى؛ وذلك حسب حساسية هذه الأوراق تجاه المخاطر العامة؛ والتي تكون ذات علاقة طردية مع عوائد الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال الصكوك الأكثر حساسية تجاه المخاطر العامة يفترض أن تحقق عوائد أعلى من تلك الأقل حساسية، وهذا وفق مقتضيات العلاقة التعويضية والتوازنية بين العائد والمخاطرة.

### ● مخاطر السيولة:

مخاطر السيولة تكمن في عدم القدرة على بيع الورقة المالية أو احتمال بيع الورقة المالية بأقل من سعرها السوقي نتيجة لظروف السوق، وخاصة الأسواق الضحلة التي لا تتمتع بالعمق والاتساع أو التي تعاني من ضعف التداول ومن ثم الحد من حرية الخروج من السوق.

هذا النوع من المخاطر يعتمد بالدرجة الأولى على سوق المال الذي يتم فيه تداول الصكوك المصدر، ومن ثم يمكن اعتباره من المخاطر العامة التي تواجه كافة الأوراق المالية بما فيها الصكوك، الأمر الذي يتطلب من المكتتبين فيها أن يأخذوا هذه المخاطر بعين الاعتبار؛ وخاصة المستثمرين أصحاب مراكز الاستثمار قصيرة الأجل؛ أو الذين لا يرغبون في الاحتفاظ بالصكوك لتاريخ الاستحقاق؛ أو عند الاستثمار في الصكوك القابلة للاستدعاء؛ التي يجوز فيها الاستدعاء و الاسترداد من قبل المصدر وإطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.

**وتأسيساً على ما سبق؛** يمكن اعتبار أن التقلبات والتذبذبات السعرية التي تواجهها الأوراق المالية قصيرة الأجل أقل منه في الأوراق المالية طويلة الأجل؛ نتيجة لقصر فترة استحقاقها (أقل من سنة) وانخفاض عدم التأكد بشأن العوائد المتولدة عنها وعن قيمتها السوقية.

وعلى هذا الأساس يتطلب الأمر عند إدارة المحافظ الاستثمارية تحقيق التوازن بين الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل، فالاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل يحقق للمستثمر عوائد مجزية عند انخفاض أسعار الفائدة ومعدلات العوائد المطلوبة في السوق، أما الاستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل فيعتبر أقل حساسية (أقل مخاطرة) تجاه تقلبات العوائد في السوق منه في الأوراق المالية طويلة الأجل، فالأوراق المالية قصيرة الأجل تتمتع بفترة استرداد قصيرة؛ تحمي المستثمر من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة والعوائد في السوق؛ وذلك من خلال إمكانية إعادة استثمارها بشكل أسرع وبعوائد جديدة أعلى.

ومن المتعارف عليه أن المخاطر المالية وتذبذب القيمة السوقية ومخاطر كل من سعر الفائدة ومخاطر القوة الشرائية وتذبذب أسعار الصرف تنعكس بقوة على أسعار الأوراق المالية القابلة للتداول جراء تأثيرها المباشر على الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين، الذي يزيد بزيادة المخاطر سالفة الذكر وينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية بالانخفاض أثناء عمر الصك. وعليه لا يمكن تجاهل مخاطر تغير أسعار الفائدة ومخاطر تذبذب القيمة السوقية وتذبذب أسعار الصرف في السوق ومخاطر القوة الشرائية وعلاقتها العكسية مع أسعار الأوراق المالية بشكل عام. فالمخاطر المرتبطة بارتفاع وانخفاض معدلات العوائد تتعرض لها كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

كما يتضح مما سبق أن الصكوك تتعرض للمخاطر المالية ومخاطر تغير قيمتها السوقية قبل وعند الاستحقاق، وبهذا فهي تستوجب تحقق شروط و متطلبات إدارة السيولة في المدى القصير، جراء احتمال تعرضها للتذبذب في قيمتها السوقية. غير أن مصدر هذا النوع من الصكوك يتعرض لمخاطر أكبر من تلك التي يتحملها حملة الصكوك؛ جراء احتمال ارتفاع القيمة السوقية للصكوك أو ما تمثله من أصول ومنافع عن قيمتها الاسمية عند الاستحقاق، الأمر الذي يتطلب كفاءة في الاستثمار وإدارة المخاطر لدى الجهات المصدرة.

إلا أنه ونتيجة لطبيعة صكوك المراجعة و صكوك الاستصناع و صكوك السلم و صكوك المزارعة و المساقاة و المغارسة المتمثلة في أن إطفائها عند موعد الاستحقاق يكون ببيع سلعة الصكوك، المتضمنة لقيمة الصكوك الاسمية مضافا إليها العائد، فهي بهذا ضمانا للحصول على قيمة الاستثمار بالكامل دون انخفاض ولا زيادة (وخاصة إذا كان هناك تحوط بسلم أو إستصناع موازي) مع عائد إضافي يفترض أنه مجزي، باعتبار أن هذا العائد يحتوي على العلاوات المختلفة عن المخاطر، وبالتالي تحقق عوائد مجزية وتعوض مخاطر الاستثمار فيها. إضافة إلى أن عدم جواز تداول صكوك المراجعة والسلم يبعد مخاطر بيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية قبل موعد الاستحقاق، وبالتالي فهي لا تحتوي على مخاطر تذبذب القيمة السوقية ومخاطر تحقق الخسائر الرأسمالية بمفهومها المحاسبي، أما بالمفهوم الاقتصادي وعدم تحقيق عوائد مجزية تأخذ القيمة الزمنية للنقود ومخاطر التضخم بعين الاعتبار؛ فهي عرضه لها، الأمر الذي يحتاج إلى تحليل المخاطر المتوقعة من قبل المستثمرين في الصكوك؛ وعكس علاوات المخاطر المختلفة في العوائد، حتى تكون مثلى ولا تؤدي إلى تحقق انخفاض في قوة الأموال المستثمرة.

أما صكوك المشاركة المتناقصة فتطفأ بانتهاء فترة التخارج المنصوص عليها في نشرة الإصدار ومع آخر قيمة مسددة من المصدر لحملة الصكوك. وكذلك صكوك ملكية الموجودات المنتهية بالتمليك التي تنتهي مع سداد آخر قسط من قيمة الأصل وعائد الإجارة من قبل المستأجر (المصدر) إلى حملة الصكوك. حيث تطفأ بانتقال كامل الملكية للمستأجر بعد المدة المحددة في العقد، ويتحقق فيها ضمان حصول حملتها على القيمة المتوقعة والمقدرة منذ بداية الاستثمار.

## المخاطر الخاصة:

## • مخاطر عدم تماثل المعلومات:

تشتد نظرية كفاءة سوق المال تماثل المعلومات للمستثمرين، الأمر الذي يجعل من توقعات المتعاملين (عدد كبير من المستثمرين اللذين يتصفون بالرشد ويسعون لتعظيم المنفعة) متماثلة بالنسبة لاتجاهات السوق المستقبلية، ومن غير الممكن لمستثمر التأثير على الاتجاهات السعرية والتفوق على السوق.

أما عدم تماثل المعلومات فيشير إلى حصول بعض المستثمرين دون غيرهم، على المعلومات ذات العلاقة والمهمة، التي تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية تحقق لهم أرباح خاصة وغير عادية على حساب الآخرين. وتحت نظرية كفاءة سوق المال على أن تكون علاقة أطراف التعاقد أو الاتفاقيات (البائع والمشتري، الملاك القدامى والجدد، الملاك ومجلس الإدارة، أصحاب الالتزامات والملاك، الإدارة وكل من العاملين والمجتمع والبيئة) نافية للجهالة بحيث تنخفض معها مشكلة الوكالة وتكاليفها، وتنتج حالة من الشفافية وتماثل المعلومات؛ تحقق مصلحة أطراف التعاقد ولا تسمح بحدوث مشكلة العبء الأخلاقي وتعارض المصالح بينهم.

و على هذا الأساس يتطلب تخفيض مخاطر عدم تماثل المعلومات وما تنتجه من عبء أخلاقي، رفع مستويات الكفاءة (التشغيل والتسعير) في السوق المالي، الأمر الذي يتوفر من خلاله متطلبات الإفصاح والشفافية المطلقة وسرعة الاستجابة لأوامر البيع والشراء في السوق المالي.

وبهذا تجمع مخاطر عدم تماثل المعلومات بين المخاطر الخاصة كون المعلومة الداخلية المسربة للبعث دون الآخرين؛ من مسؤولية الشركة أو المؤسسة المصدرة للصكوك، وبين المخاطر العامة؛ كون هيئة سوق المال والسوق المالي مناط بها رفع مستويات الرقابة والإفصاح وتحقيق الشفافية المطلقة لتحقيق تماثل المعلومات وتحقيق العدالة في عمليات الاستثمار والتمويل.

## • مخاطر الإدارة:

ترجع مخاطر الإدارة إلى اتخاذ قرارات مالية متمثلة في قرارات تمويل وقرارات استثمار خاطئة، بالإضافة إلى قرارات تشغيلية خاطئة أخرى في مجال إدارة الإنتاج والتسويق وغيرها من الأخطاء الإدارية التي تؤدي إلى تلف الأصول، حيث تنعكس كلها سلباً على العوائد وعلى القيمة السوقية للورقة المالية ومن ثم على قيمة الشركة المصدرة لها.

وبالتالي تنعكس هذه المخاطر على الملاك وعلى حملة الأوراق المالية المصدر من هذه الشركة على السواء، ويتطلب الأمر لتخفيضها من قبل المستثمرين بشكل عام وحملة الصكوك بشكل خاص؛ الدراسة والتحليل لتاريخ الشركة وشخصية وسمعة الإدارة وخاصة فيما يتعلق بمشكلة الوكالة و الحاكمية المؤسسية. كما تكمن أهم عوامل تخفيض المخاطر الخاصة المتمثلة في مخاطر الإدارة في التنوع؛ الذي يتيح عدم تركيز كل الاستثمارات في شركة مُصدرة واحدة؛ بل يتعداه بالاستثمار في عدة إصدارات لشركات متنوعة، بشكل يخفف الانحرافات المتوقعة في معدل العائد جراء هذا النوع من المخاطر؛ ويتيح تحقيق عائد مستقر عبر الزمن للمستثمرين.

#### ● مخاطر المسؤولية البيئية و الاجتماعية:

على الشركة تبني مفاهيم المسؤولية البيئية والمسؤولية الاجتماعية، ضمن رؤية واضحة والالتزام بها عند تنفيذ الاقتراحات الاستثمارية، لما لها من أثر واضح على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة الأوراق المالية المصدر؛ وخاصةً الصكوك منها التي تستند على مشاريع قد لا تستمر وتتوقف في حال وجود ضرر بيئي أو عدم قبول مجتمعي. وبالتالي يجب على المستثمرين أخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار وعدم الاستثمار في صكوك تحتوي على احتمال وجود هذه المخاطر التي تنعكس بقوة على قيمة الصكوك وتؤدي إلى خسائر رأسمالية كبيرة.

#### ● مخاطر الشريعة:

تعتبر مخاطر الشريعة من أهم المخاطر التي تواجه الصكوك، فمخالفة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية خلال أي فترة من عمر الصكوك المصدر قد يؤدي إلى بطلانها أو عدم جواز تداولها (كزيادة نسبة الديون عن ثلث مكونات الصك أو التملك الصوري للأصول... الخ). وهي من المخاطر الخاصة لعلاقتها المباشرة بالمصدر وجهة الإصدار.

ولتخفيض هذا النوع من المخاطر على المستثمرين والمكتسبين المحتملين في الصكوك، التحري عن هيئة الرقابة الشرعية لدى الجهة المصدر، ومعرفة مدة تمتعها بالقدرة والمعرفة والأمانة، إضافة إلى التحري حول مدى كفاءة وفاعلية أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية وأساليب التدقيق الشرعي في الجهات المصدر.

## المخاطر الائتمانية والأخلاقية (المخاطر المتعلقة بالعميل) :

وتتمثل في عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية، وهي تعتمد بالدرجة الأولى على دراسة شخصية العميل من حيث قدرته و رغبته في السداد والالتزام بشروط التعاقد، كأن يتراخى أو يماطل ولا يوفي بالتزاماته المنصوص عليها في العقود التي تبنى عليها الصكوك، أو نكول العميل بتعهداته أو امتناعه أو عدم رغبته في استلام سلعة مصنعة أو سلعة مريحة أو عدم سداد دفعات الإجارة وغيرها من المخاطر. وهذا النوع من المخاطر يصيب كافة الصكوك؛ ويرجع لكفاءة العميل، والسبيل لتخفيضها يكمن في قدرة جهة الإصدار على دراسة شخصية العميل؛ من حيث الرغبة والقدرة وتجميع البيانات حول سمعته وجدارته الائتمانية؛ بشكل يقلل ويخفض من الانحرافات و المخاطر المتعلقة به.

## النتائج:

يتضح من خلال تحليل المخاطر؛ أن صكوك الاستثمار القابلة للتداول تواجه كغيرها من الأوراق المالية عديد المخاطر، التي قد تحد من سيولتها وإمكانية توظيفها في إدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، غير أنها تتميز أيضاً بما يعزز سيولتها ويعطيها جاذبية تتفوق من خلالها على أوراق مالية أخرى، من خلال ما تمثله من منافع وخدمات وأعيان؛ و وجود هيئة وأنظمة رقابة شرعية؛ و آجال استحقاق متفاوتة؛ و إصدارات متنوعة تغطي كافة المجالات؛ و إمكانية وجود كفيل أو رهونات أو استحقاق متفاوتة؛ و إصدارات متنوعة تغطي كافة المجالات؛ و إمكانية وجود كفيل أو رهونات أو وجود طرف ثالث كضامن، كما أن بعض الصكوك تتمتع وفق صيغ العقود التي تمثلها بإمكانية استرجاع القيمة الاسمية والعوائد المترتبة عليها عند الاستحقاق، وبالتالي تنخفض فيها مخاطر الخسارة الرأسمالية كصكوك الإجارة المنتهية بالتمليك والمشاركة المتناقصة، أو تلك التي تنتهي وتطفأ بتسليم السلع التي تمثلها كصكوك الاستصناع والسلم على سبيل المثال.

عليه يتم قبول فرض العدم لفرضية الدراسة الأولى التي تنص على أنه لا توجد أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية (الصكوك) تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك فيما يخص الصكوك طويلة الأجل التي لا يجوز تداولها أو تلك التي تخضع لأحكام التصرف في الديون. كما ترفض الفرضية العدمية الأولى للدراسة، وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية (الصكوك) تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك لكافة أنواع الصكوك التي يجوز تداولها؛ أو تلك التي لا يجوز تداولها ولكنها ذات آجال أقل من سنة؛ كصكوك السلم وصكوك المراجعة قصيرة الأجل، وخاصةً إذا توفرت فيها الشروط التالية:

- تمثيل الصكوك لأعيان ومنافع وخدمات عالية الجودة.
- إلزام المصدر من قبل السوق بالتعهد على صحة البيانات وكفائتها في نشرة الإصدار للصكوك، والإفصاح الكامل والشفافية المطلقة لكافة المعلومات الجوهرية التي لها علاقة بالإصدار.
- حاجات تمويلية حقيقية وتصنيف ائتماني مرتفع لمصدر الصكوك، والتزامه بالمسئولية البيئية والمسئولية الاجتماعية وعدم مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملات المشروع موضوع الإصدار.
- وجود طرف ثالث ضامن يتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع في الإصدارات الخاصة، وطرف ثالث ضامن كالحكومة أو أحد الوزارات كالتخطيط أو المالية أو الاقتصاد على سبيل المثال، أو وجود ضمانه من المصرف المركزي في حالة الصكوك الحكومية.
- أن يتضمن عائد الصكوك علاوات المخاطرة المختلفة (عائد مجزي)؛ بحيث تتحقق فيه العلاقة التوازنية والتعويضية بين العائد والمخاطر؛ فعدم كفاية العوائد في تعويضها للمخاطر؛ يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للصكوك القابلة للتداول؛ ومن ثم تحقق الخسائر الرأسمالية لحملتها عند البيع لأغراض السيولة قبل موعد الاستحقاق.
- أما فرضية الدراسة الثانية والتي تنص على أنه لا توجد أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات معدل عائد خالي من المخاطر. فيتم رفضها وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات معدل عائد خالي من المخاطر، وذلك فيما يتعلق بالصكوك قصيرة الأجل التي تتوفر فيها الشروط التالية:
- أن يكون تقييم المستثمر (حامل الصك) يمتد لفترة واحدة، بأن يعلم في بداية الفترة بتأكد تام قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي في تاريخ الصك؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار وانخفاض قيمة الورقة عند الاستحقاق، وبهذا يكون الانحراف المعياري لعائد الصكوك مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.
- أن يكون عمر الصكوك أقل من سنة، و درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة؛ وعائد الصك يتضمن علاوة التضخم.
- أن يحقق الصك دخل ثابت صادر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

عليه يمكن اعتبار صكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المراجعة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المراجعة الاستيرادية بشكل خاص، بعيدة عن احتمال بيعها بأقل من قيمتها الاسمية قبل استحقاقها بسبب عدم جواز تداولها، ويمكن إصدارها لأجل لا تتعدى سنة تحتوي على درجة عالية من التأكد بشأن التضخم وتضمينه في العائد (علاوة التضخم)، وتأكد عالي بشأن القيمة الاسمية والعائد عند الإطفاء، مع إمكانية إصدارها من جهة تتمتع بالقدرة والجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني المرتفع والمضمونة من طرف ثالث متمثل في الحكومة أو إحدى الوزارات غير ذات علاقة بالمصدر (تكون الضمانة عند تحقق المصلحة العامة من الإصدار)؛ وبالتالي لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

### التوصيات:

- 1- وفقاً لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير؛ باعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية الإسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية إدارة السيولة؛ لما لها من أثر على قيمة المؤسسة وقدرتها على المنافسة والاستمرار والنمو.
- 2- تتعرض الصكوك للمخاطر بشكل متفاوت، على حسب العقود التي بنيت عليها، الأمر الذي يفترض فيه أن لا يحد من إصدارها ومن ثم تداولها، فالاستثمارات المربحة تتعرض للمخاطر بعلاقة طردية، وما يجب أن يكون عند الاستثمار والتمويل بالصكوك هو تحقيق قيمة اقتصادية مضافة؛ وأن تكون العلاقة تعويضية وتوازنية بين مخاطر الصكوك وعوائدها.
- 3- ضرورة عمل المختصين في التمويل بشكل عام و المالية الإسلامية بشكل خاص؛ على تفعيل واستحداث وهيكلة صكوك تسهم في الموازنة بين السيولة والربحية، وترفع من مستويات إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال بشكل عام؛ والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل خاص.
- 4- على مصرف ليبيا المركزي العمل على تأسيس مركز لإدارة السيولة يعمل على تلبية متطلبات السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية. كما أن الأمر يتطلب من مصرف ليبيا المركزي العمل على تبني إستراتيجية تعتمد على أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل (إصدار الصكوك) تسهم في إدارة السيولة بكفاءة، بشكل يعزز من قدرة منشآت المال والأعمال التي تعمل بالصيغ والأدوات التي لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية؛ على المنافسة وتقديم خدمات محببة للمستهلكين وتلقى القبول الاجتماعي، بشكل ينعكس إيجابياً على كافة الأطراف.

5- العمل على تفعيل النموذج المالي المستند على سوق الأوراق المالية (سوق المال الليبي)، وتعزيز البنية الأساسية للخدمات المالية الإسلامية فيه، بحيث تتوفر أدوات وصيغ تلبي استثمار الفوائض المالية، وتفي بمتطلبات التمويل والاستثمار، بشكل يسهم في جذب الاستثمارات المتعلقة بكافة المجالات التجارية والصناعية والخدمية، الأمر الذي يعمل سوق الأوراق المالية من خلاله على تحقيق استقرار النظام المالي وتحسين إدارة الموارد المالية وتشجيع التنمية وتنوع القطاع الخاص وتوفير فرص العمل وتحقيق النمو الشامل.

## المراجع:

## الكتب:

1. هندي، منير إبراهيم، (2002). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
2. ويستون، فرد، و يوجين برجام، (1993). التمويل الإداري، الجزء الثاني. الرياض: دار المريخ.
3. أجين برجام (2010). الإدارة المالية، شعاع للنشر والعلوم.

## المجلات:

4. أمل، على إبراهيم، و فرغلي، أميرة عبد المعز، وإبراهيم، حميدة أحمد، ومحمد، دينا سمير، و أحمد، ياسمين محمد، (2018). الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي. دراسة صادرة عن المركز الديمقراطي العربي للدراسات الإستراتيجية الاقتصادية والسياسية.
5. الفيومي، نضال أحمد، و عزالدين الكور، (2008). كفاءة التكلفة والربح في البنوك التجارية الأردنية (طرق معلمية وغير معلمية)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (35)، العدد (1).
6. الكور، عزالدين مصطفى، (2008). تقدير عدم الكفاءة على مستوى التكلفة والربح، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس-ليبيا 29-30/6/2008.
7. الكور، عزالدين مصطفى، و نضال الفيومي، (2007). أثر قوة السوق وهيكل الكفاءة على أداء البنوك التجارية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (3)، العدد (3).
8. العمرني، السحيباني، (2013). التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية، حالة صكوك الإجارة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
9. علي محمد الموسى، علي محمد، و مادو غي سيلا، (2016). الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية المجلد 13 العدد 2.
10. بدر، أسامة محمد (2015)، الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتمويل، مجلة دراسات 16، (2).
11. ناصر، سليمان، و ربيعة بن زيد (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، الجزائر 5-6-2014.

## القوانين واللوائح والمعايير والأدلة:

12. قانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
13. اللائحة التنفيذية للقانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
14. المعيار المصرفي رقم (10) المنظم للإجارة والإجارة المنتهية بالتملك، الصادر بقرار رقم (2) لسنة 2016م عن الهيئة المركزية للرقابة الشرعية بمصرف ليبيا المركزي.
15. أدلة عمل منتجات المراجعة للأمر بالشراء (أفراد في السلع المحلية) (2013)، ومنتج المشاركة المتناقصة (2013)، ومنتج الاستصناع (2013)، ومنتج إجارة المنافع (2013)، ومنتج الإجارة المنتهية بالتملك (2013)، ومنتج المراجعة الاستيرادية (2013)، ومنتج حساب الاستثمار المشترك المطلق (2013)، ودليل الإجراءات التنفيذية لعمليات المزارعة (2013)، ومنتج المضاربة المقيدة (2013)، ومنتج السلم (2014)، الصادرة عن اللجنة الاستشارية للصيرفة الإسلامية، اللجنة الفرعية لأدلة المنتجات المصرفية الإسلامية، مصرف ليبيا المركزي.