



جامعة الجيلاي اليابس - سيدي بلعباس -
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية
تخصص: مالية ومحاسبة
فرع: مالتية المؤسسة

دور الصكوك الإسلامية في إطار الهندسة المالية الإسلامية كبدليل
للسندات التقليدية - دراسة قياسية -

تحت إشراف:
د. بلقرويصات رشيد

من إعداد الطالبة:
دحاوي أسماء

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذة التعليم العالي	أ.د. سمرد نوال
مقررا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. بلقرويصات رشيد
مناقشا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. صوار يوسف
مناقشا	المركز الجامعي البيض	أستاذ محاضر أ	د. حمزة علي
مناقشا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. كاملي محمد

السنة الجامعية

2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

إلى الوالدين الكريمين
إلى زوجي، إبنتي ليلى وإبني أحمد
إلى أختي وأخوأي
أهدي هذا العمل المتواضع

شكر وتقدير

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور بلقروريصات رشيد على إشرافه على هذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث.

كما أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سيقدمونه من توجيهات وتصويبات. ولا يفوتني أن أتقدم بشكري إلى كل من ساندني وساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

المخلص

تهدف الدراسة إلى البحث في مدى توفيق الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد بديل للسندات التقليدية من خلال الصكوك الإسلامية، وذلك بمقارنة مخاطرها، ثم اختبار العلاقة السببية بينهما، وإمكانية وجود تكامل مشترك، بين مؤشري S&P MENA لسوقي الصكوك الإسلامية والسندات، للفترة 2016 إلى 2021، اعتماداً على منهج دراسة حالة سوق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، باستخدام دراسة قياسية لمؤشر الصكوك الإسلامية ومؤشر السندات.

تم الوصول إلى نتائج أهمها وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك والسندات ما يطرح تفسيرين، التفسير الأول أن الهندسة المالية الإسلامية استطاعت من خلال الصكوك المساهمة في تحقيق التكامل المالي للسوقين، حيث حققت الأدوات المالية المتمثلة في الصكوك الإسلامية والسندات عوائد متساوية تقريباً عند درجة مخاطرة متقاربة، ما يجعل الصكوك الإسلامية بديل جيد للسندات عملياً لأنها تحقق عائداً مقارباً لها، ومخاطرة أقل خاصة في ظروف السوق العادية. أما التفسير الثاني فالترزامن في الحركة يدل على أن الصكوك الإسلامية في سوق MENA تشبه إلى حد كبير السندات التقليدية، وهو ما يضع الهندسة المالية الإسلامية أمام مخاطر فقدانها للمصداقية الشرعية، التي يمكن أن تترتب عن هذا التقارب. والجدير بالذكر أنه رغم تعدد الصيغ التعاقدية للصكوك إلا أنه لا توجد إستفادة معتبرة من هذا التنوع، لأن سوق الصكوك يعتمد بدرجة كبيرة على التعامل بصكوك المرابحة الأقرب هيكلية للسندات التقليدية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، السندات، الهندسة المالية، التكامل المشترك، MENA.

Résumé

L'étude a pour objectif d'analyser le succès de l'Ingénierie Financière Islamique à trouver une alternative aux obligations traditionnelles par le biais des sukuk islamiques, en comparant leurs risques, puis en testant la relation causale entre eux et voir la possibilité d'une cointégration entre les indicateurs S&P MENA des deux marchés islamiques : le marché des sukuk et le marché des obligations de la période de 2016 à 2021. En se basant sur la méthodologie de l'étude de cas du marché MENA et en utilisant une étude économétrique de l'indice des sukuk islamiques et de l'indice des obligations.

Le résultat le plus important est la présence d'une relation de cointégration entre les sukuk et les obligations, ce qui nous fournit deux explications. La première est que l'ingénierie financière islamique a pu, à travers les sukuk, contribuer à la réalisation de l'intégration financière des deux marchés. En effet, les deux instruments financiers ont obtenu des rendements quasi-égaux à un degré de risque similaire, ce qui fait des sukuk islamiques une bonne alternative aux obligations dans la pratique, car il obtient un rendement proche de celui-ci avec un risque plus faible, dans des conditions normales de marché. Quant à la deuxième explication, la synchronisation dans le mouvement indique que les sukuk islamiques sur le marché MENA sont très similaires aux obligations traditionnelles, ce qui met l'Ingénierie Financière Islamique devant le risque de perdre sa crédibilité islamique, qui peut résulter de cette convergence. Il est à noter que malgré les nombreuses formes contractuelles des sukuk, il n'y a pas de bénéfice significatif de cette diversité, car le marché des sukuk dépend largement du traitement des sukuk murabaha qui sont structurellement plus proches des obligations traditionnelles.

les mots clés: Sukuk, Obligations, Ingénierie Financière, Cointégration, MENA.

Abstract

The study aims to analyse the success of Islamic Financial Engineering in finding an alternative to traditional bonds through Islamic sukuk, comparing their risks, then testing the causal relationship between them and see the possibility of cointegration between the S&P MENA indicators of the two Islamic markets: the sukuk market and the bond market from 2016 to 2021. Based on the methodology of the MENA market case study and using an econometric study of the Islamic sukuk index and the bond index.

The most important result is the presence of a cointegrating relationship between sukuk and bonds, which provides two explanations. The first is that Islamic financial engineering has been able, through sukuk, to contribute to the achievement of financial integration of the two markets. Indeed, both financial instruments have obtained almost equal returns at a similar degree of risk, which makes Islamic sukuk a good alternative to bonds in practice, as it obtains a similar return with less risk, under normal market conditions. As for the second explanation, the synchronization in the movement indicates that Islamic sukuk in the MENA market are very similar to traditional bonds, which puts Islamic Financial Engineering at risk of losing its Islamic credibility, which may result from this convergence. It should be noted that despite the many contractual forms of sukuk, there is no significant benefit from this diversity, as the sukuk market is largely dependent on the treatment of murabaha sukuk which are structurally closer to traditional bonds.

key words: Sukuk, Bonds, Financial Engineering, Cointegration, MENA.

قائمة المحتويات

III.....	الإهداء
IV.....	الشكر
V.....	ملخص البحث
VI.....	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIV	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة العامة
01.....	الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامي
02	مقدمة الفصل
03.....	المبحث الأول: ماهية التمويل الإسلامي
16.....	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية
30.....	المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية للصكوك
39.....	خاتمة الفصل
40.....	الفصل الثاني: الإطار النظري للصكوك الإسلامية
41.....	مقدمة الفصل
42.....	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية
55.....	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
77.....	المبحث الثالث: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها
89.....	خاتمة الفصل
90.....	الفصل الثالث: الصكوك كأداة بديلة لتجنب مخاطر السندات
91.....	مقدمة الفصل
92.....	المبحث الأول: الصكوك كبديل للسندات

104.....	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلاميّة
119.....	المبحث الثالث: طرق تقليل مخاطر الصكوك الإسلاميّة
129.....	خاتمة الفصل
130.....	الفصل الرابع: دراسة مخاطر الصكوك والسندات وتكاملهما المشترك في منطقة MENA
131.....	مقدمة الفصل
132	المبحث الأوّل: واقع صناعة الصكوك الإسلاميّة
151.....	المبحث الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة
161.....	المبحث الثالث: إختبار تذبذب عوائد الصكوك والسندات وعلاقة التكامل المشترك بينهم
203	خاتمة الفصل
204.....	الخاتمة العامة
214.....	المراجع
237.....	الملاحق
254.....	الفهرس

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل وطبيعة العلاقة التعاقدية	69
02	الفرق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول	73
03	أهم أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	102
04	إصدارات الصكوك حسب الصيغة التعاقدية للفترة 2010-2020	142
05	إصدار الصكوك حسب الدولة في منطقة MENA (2001 - 2020)	149
06	نتائج إختبارات الإحصاء الوصفي والتوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشري الصكوك والسندات	162
07	نتائج إختبار الإستقرارية للفترة الأولى	167
08	نتائج إختبار الإستقرارية بعد الفرق الأول للفترة الأولى	168
09	نتائج إختبار الإستقرارية للفترة الثانية	169
10	نتائج إختبار الإستقرارية بعد الفرق الأول للفترة الثانية	170
11	إختبار أثر ARCH للسلسلتين في الفترة الأولى	172
12	تقدير نماذج GARCH لسلسلة الصكوك للفترة الأولى	173
13	تقدير نماذج GARCH لسلسلة السندات للفترة الأولى	174
14	إختبار التوزيع الأمثل لنموذج $GARCH(1, 1)$ لعوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة الأولى	174
15	إختبار التوزيع الأمثل لنموذج $GARCH(1, 1)$ لعوائد مؤشر S&P للسندات للفترة الأولى	175
16	تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ لسلسلة عوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة الأولى	175
17	تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ لسلسلة عوائد مؤشر S&P للسندات للفترة الأولى	176

177	إختبار أثر ARCH لبواقي النماذج للفترة الأولى	18
178	إختبار أثر ARCH للسلسلتين في الفترة الثانية	19
179	تقدير نماذج GARCH لسلسلة الصكوك للفترة الثانية	20
179	تقدير نماذج GARCH لسلسلة السندات للفترة الثانية	21
180	إختبار التوزيع الأمثل لنموذج (1, 1) GARCH لعوائد مؤشر S&P الصكوك للفترة الثانية	22
180	إختبار التوزيع الأمثل لنموذج (1, 1) GARCH لعوائد مؤشر S&P السندات للفترة الثانية	23
181	تقدير نموذج (1, 1) GARCH لسلسلة عوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة الثانية	24
181	تقدير نموذج (1, 1) GARCH لسلسلة عوائد مؤشر S&P للسندات للفترة الثانية	25
183	إختبار أثر ARCH لبواقي النماذج للفترة الثانية	26
184	نتائج إختبار درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للفترة الأولى	27
185	نتائج إختبار السببية لـ Granger للفترة الأولى	28
186	نموذج التكامل المشترك بين الصكوك والسندات للفترة الأولى	29
187	نتائج إختبار إستقرارية سلسلة البواقي للنموذج المقدر للفترة الأولى	30
188	نموذج تصحيح الخطأ ECM للفترة الأولى	31
189	إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Hendry للفترة الأولى	32
191	إختبار Reset Ramsey Test لنموذج الفترة الأولى	33
192	إختبار الإرتباط التسلسلي للبواقي وعدم ثبات التباين لنموذج الفترة الأولى	34
194	نتائج إختبار درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للفترة الثانية	35
194	نتائج إختبار السببية لـ Granger للفترة الثانية	36
195	نموذج التكامل المشترك بين الصكوك والسندات للفترة الثانية	37
196	نتائج إختبار إستقرارية سلسلة البواقي للنموذج المقدر للفترة الثانية	38

197	نموذج تصحيح الخطأ ECM للفترة الثانية	39
198	إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Hendry للفترة الثانية	40
199	إختبار Reset Ramsey Test لنموذج الفترة الثانية	41
200	إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الفترة الثانية	42
200	إختبار الارتباط التسلسلي للبواقي لنموذج الفترة الثانية	43

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
132	إجمالي إصدارات الصكوك عبر العالم	01
134	إجمالي إصدارات الصكوك الدولية	02
135	إجمالي إصدارات الصكوك المحلية	03
137	الإصدارات السنوية للصكوك طويلة الأجل مقابل الصكوك قصيرة الأجل	04
138	الإصدارات السنوية للصكوك السيادية	05
139	الإصدارات السنوية للصكوك شبه السيادية	06
140	الإصدارات السنوية للصكوك الصادرة عن الشركات	07
141	الإصدارات السنوية للصكوك الصادرة عن المؤسسات المالية	08
144	نسب إصدارات الصكوك في العالم حسب صيغها	09
145	إجمالي الصكوك القائمة SUKUK OUTSTANDING	10
161	التمثيل البياني لمؤشري S&P للصكوك والسندات لمنطقة MENA	11
164	المدرج التكراري لبيانات عوائد مؤشر الصكوك	12
164	المدرج التكراري لبيانات عوائد مؤشر السندات	13
165	التمثيل البياني لعوائد مؤشري الصكوك والسندات لمنطقة MENA	14
168	التمثيل البياني لسلاسل العوائد بعد الفرق الأول للفترة الأولى	15
170	التمثيل البياني لسلاسل العوائد بعد الفرق الأول للفترة الثانية	16
171	التمثيل البياني لمربع البواقي لسلسلة الصكوك والسندات في الفترة الأولى	17
172	التمثيل البياني لمربع البواقي لسلسلة الصكوك والسندات في الفترة الثانية	18
190	إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test لنموذج الفترة الأولى	19
191	إختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares Test لنموذج الفترة الأولى	20
199	إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test لنموذج الفترة الثانية	21

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
238	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشر الصكوك	01
238	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشر السندات	02
239	إختبارات إستقرارية السلاسل الزمنية	03
240	مربعات بواقي سلسلة الصكوك للفترة الأولى	04
240	مربعات بواقي سلسلة السندات للفترة الأولى	05
241	مربعات بواقي سلسلة الصكوك للفترة الثانية	06
241	مربعات بواقي سلسلة السندات للفترة الثانية	07
242	إختبار أثر ARCH لسلسلة الصكوك للفترة الأولى	08
242	إختبار أثر ARCH لسلسلة السندات للفترة الأولى	09
243	إختبار أثر ARCH لبواقي نموذج الصكوك للفترة الأولى	10
243	إختبار أثر ARCH لبواقي نموذج السندات للفترة الأولى	11
244	إختبار أثر ARCH لسلسلة الصكوك للفترة الثانية	12
244	إختبار أثر ARCH لسلسلة السندات للفترة الثانية	13
245	إختبار أثر ARCH لبواقي نموذج الصكوك لفترة الثانية	14
245	إختبار أثر ARCH لبواقي نموذج السندات للفترة الثانية	15
246	إختبار سببية Granger لنموذج الفترة الأولى	16
246	إختبار إستقرارية سلسلة البواقي النموذج المقدر للفترة الأولى	17
247	إختبار مدى ملائمة النموذج Test Reset Ramsey للفترة الأولى	18
248	إختبار الارتباط الذاتي لبواقي نموذج الفترة الأولى autocorelation(resid)	19
248	إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الفترة الأولى heteroskedasticity	20

249	إختبار Normality test لنموذج الفترة الأولى	21
249	إختبار سببية Granger لنموذج الفترة الثانية	22
250	إختبار إستقرارية سلسلة بواقى النموذج المقدر للفترة الثانية	23
251	إختبار مدى ملائمة النموذج Test Reset Ramsey للفترة الثانية	24
252	إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الفترة الثانية heteroskedasticity	25
252	إختبار الإرتباط الذاتي لبواقى نموذج الفترة الثانية autocorelation(resid)	26
253	إختبار Normality test لنموذج الفترة الثانية	27

قائمة الإختصارات والرموز

الإختصار/ الرمز	الدلالة
AAOIFI	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
ABS	هيكل الصكوك المدعومة بالأصول (الموجودات)
ABS	هيكل الصكوك القائمة على الأصول (غير مدعومة بالأصول)
ADF test	إختبار ديكي فولر المطور او المعزز
AIC	Akaike Information Criterion
ARCH	نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين
BNM	البنك المركزي الماليزي
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة أعمال البورصة
COV(...)	التباين المشترك
COVID-19	مرض عسر التنفس الذي يسببه الفيروس التاجي
CV	معامل الإختلاف
DF test	إختبار ديكي فولر
DLB	سلسلة عوائد السندات
DLS	سلسلة عوائد الصكوك الإسلامية
DS	سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى
DW	دارين واتسون
E1	سلسلة البواقي للنموذج المقدر للفترة الأولى
ECM	نموذج تصحيح الخطأ
F-statistic	إحصائية فيشر
GARCH	نموذج الإنحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس التباين
GED	توزيع الأخطاء المعمم
HQ	Hannan Quinn
HSBC	شركة هونغ كونغ وشنغهاي للخدمات المصرفية
IFSB	مجلس الخدمات المالية الإسلامية

مجمع الفقه الإسلامي الدولي	IIFA
درجة التأخير أو الإبطاء	Lag
سلسلة السندات بعد إدخال اللوغاريتم	LB
مضاعف لاغرانج	LM
لوغاريتم	Log
سلسلة الصكوك بعد إدخال اللوغاريتم	LS
منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا	MENA
إختبار سلسلة ليس لها لا ثابت ولا إتجاه	None
إختبار المجموع التراكمي المربعات	of Squares CUSUM
طريقة المربعات الصغرى العادية	OLS
مؤشر الإغلاق في الزمن t	P_t
قيمة العائد في الزمن t	R_t
مؤشر ستاندرد آند بورز لسوق السندات	S&P MENA Bond Index
مؤشر ستاندرد آند بورز لسوق الصكوك الاسلامية	S&P MENA Sukuk Index
Schwarz Criterion	SC
الشركة ذات الغرض الخاص	SPV
الإنحراف المعياري	Std. Dev
الخطأ المعياري	Std. Error
إختبار المجموع التراكمي	CUSUM Test
نموذج شعاع الانحدار الذاتي	VAR
معلمة (ARCH)	α_1
معلمة (GARCH)	B
جذر الوحدة للسلسلة الزمنية	φ

المقدمة العامّة

المقدمة العامة

تشهدت أسواق المال العالمية تسارعا في مجال الابتكارات المالية منذ بداية ستينيات القرن الماضي، وتعد الإحتياجات المتزايدة والمتجددة لطالبي التمويل في الأسواق المالية من جهة، وتطور النشاطات الإقتصادية، وتزايد الأسواق وإتساعها من جهة أخرى. دافعاً لإيجاد هندسة مالية تُعنى بتصميم وتطوير أدوات مالية مستحدثة، تقدّم حلاً لمشكلات التمويل. وذلك في ظل تزايد المخاطر والحاجة إلى إدارتها. ولعلّ المتتبع لموضوع الهندسة المالية، يرى بأن دورها المهم صار يقتصر أساساً على العمل على تجاوز القيود القانونية، تدنية تكاليف المعاملات، وتقاسم أو بالأحرى تحويل المخاطر. عوضاً عن الإبتكار الحقيقي البعيد عن الأنشطة الوهمية. ما أدى إلا تحول الهندسة المالية في النظام المالي التقليدي من وسيلة لإيجاد الحلول وتجنب المخاطر. إلى مسبب مباشر في هذه المخاطر. وقد شكلت الهندسة المالية موضوع جدل بين معارض ومؤيد. إلى غاية أحداث الأزمة المالية العالمية في 2008م. والتي كشفت أنّ الأدوات التي أوجدتها الهندسة المالية لأغراض التحوط على غرار المشتقات، كانت السبب الأساسي في خلق إضطرابات في أسواق الأوراق المالية إنتهت بأزمة مالية عالمية مدمرة.

وقد أثبتت الأزمات المالية العالمية فشل الفكر الرأسمالي القائم على مبدئ الحرية المطلقة في المعاملات الإقتصادية. ما وجّه الإهتمام نحو نوع آخر وهو التمويل الإسلامي، القائم على ضوابط مختلفة تماما عن النظام التقليدي. حيث يحكم إستثمار المال في الإسلام، إطار شامل من الأنماط والنماذج والصيغ التي تنظم العلاقات المالية. وتراعي مقاصر الشريعة الإسلامية لحفظ المال. ببيان طرق كسبه المشروعة لقوله تعالى: ((أَنْفِقُوا مِنْ طَيِّبَاتِ مَا كَسَبْتُمْ)) (البقرة: الآية 267). وبمنع الطرق غير المشروعة كالربا وإحتكار الضروريات والتلاعب بالأسعار. لقول الله تعالى: ((لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ)) (البقرة: الآية 188). ومن باب رفع الحرج وتيسير المصالح حجرت الشريعة الإسلامية دائرة الممنوع بجعل الأصل في المعاملات الإباحة، ما لم تعارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وتجاوزت المقاصد الضرورية لحفظ المال إلى مقاصد حاجية وتحسينية. كل ذلك جعل تفعيل الهندسة المالية الإسلامية أمراً حتمياً، لمواجهة التحديات العالمية بما فيها العولمة المالية، وضرورة إبتكار أدوات مالية جديدة، وإيجاد آليات لتجنب مخاطر الهندسة المالية التقليدية. في مختلف قطاعات التمويل الإسلامي، بداية بمجال البنوك الإسلامية بإعتباره أكبر قطاعات التمويل الإسلامي. وصولاً

إلى الخدمات والمعاملات الرقمية المستحدثة. من خلال إنتهاج نهج الإبتكار والأصالة، بعيداً عن تقليد الهندسة المالية التقليدية.

وتعد الهندسة المالية للصكوك، أبرز مجالات الهندسة المالية الإسلامية. لما تحظى به من إهتمام، يعكسه نمو سوقها، الذي يعدّ أسرع الأسواق نمواً ضمن قطاعات التمويل الإسلامي. وقد شهدت سنة 1991م أول إصدار للصكوك، لكن الإنطلاقة الفعلية لسوق الصكوك كانت في سنة 2001م. ويعود هذا الإهتمام بالصكوك إلى طبيعتها الفريدة التي تجمع بين خصائص السندات التقليدية والأسهم في نفس الوقت. وباعتبارها أداة مالية جديدة يمكن أن تساهم في توفير مزايا إضافية لتنويع محافظ المستثمرين. والذي يتحقق حسب Markowitz من خلال الجمع بين أدوات متوازنة تحقق أعلى عائد ممكن مقابل أقل مخاطرة لرأس المال، إعتماً على طرق رياضية. وتسعى مختلف الأنظمة على المستوى الإقليمي والدولي إلى دفع الهندسة المالية الإسلامية من خلال الصكوك، إلى المساهمة في زيادة كفاءة الأسواق المالية وإستقرارها، وتحقيق التكامل المالي للأسواق، الذي يحقق تقارب عوائد الأوراق المالية عند نفس درجة المخاطرة. وهو ما يضع الهندسة المالية الإسلامية بين محاولة تحقيق هذا التقارب من جهة، وبين مخاطر الوقوع في المخالفات الشرعية من جهة أخرى.

إشكالية الدراسة:

تفرض التحديات العالمية بما فيها العولة المالية، وتزايد الطلب على الأدوات الإسلامية، على الهندسة المالية الإسلامية، ضرورة إيجاد حلول مبتكرة تلبي الإحتياجات التمويلية، وتراعي الضوابط الشرعية في نفس الوقت. والتي وضعت الصكوك الإسلامية في مصف أولوياتها للإقبال المتزايد عليها، وباعتبارها أحد أهم مجالات التمويل الإسلامي. إلا أنّ الميل إلى محاكاة الأدوات التقليدية سينجم عنه بالضرورة نفس مشكلات التمويل التقليدي. والتي يُفترض أن الهندسة المالية الإسلامية هي السبيل لتجنبها. ومن أجل ذلك نصوغ الإشكالية التالية:

في ظل حرصها على المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، هل أوجدت الهندسة المالية الإسلامية صكوكاً إسلامية بديلة فعلاً عن السندات التقليدية، تحقق ميزة التنويع للمستثمرين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ؟

ويتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تستفيد الصكوك الإسلامية من التنوع الذي أوجدته الهندسة المالية الإسلامية؟

- هل يعتبر الإستثمار في الصكوك الإسلامية أقل مخاطرة من الإستثمار في السندات التقليدية في سوق منطقة MENA؟
- هل توجد علاقة سببية بين سوق الصكوك وسوق السندات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟
- هل يوجد تكامل مشترك بين سوق الصكوك الإسلامية وسوق السندات التقليدية في هذه المنطقة؟

فرضيات الدراسة:

- لمعالجة مشكلة الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها، وضعنا الفرضيات التالية:
- تعرف إصدارات سوق الصكوك تركيزاً على إصدار الصيغ الأقرب هيكلية للسندات، رغم تعدد صيغ الصكوك التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية.
- قدمت الهندسة المالية الإسلامية صكوكاً أقل مخاطرة من السندات.
- توجد علاقة تكامل مشترك بين عوائد مؤشر سوق الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA .

مبررات إختيار الموضوع:

- تم إختيار هذا الموضوع بناء على جملة من الإعتبارات الذاتية والموضوعية، أهمها:
- الرغبة في البحث في مجال المالية الإسلامية. وبالتحديد موضوع الصكوك الإسلامية.
- الأهمية الكبيرة التي تُولى لقطاع الصكوك بإعتباره القطاع الأسرع نمواً بين قطاعات الصناعة المالية الإسلامية.
- التوجه الحتمي لتبني صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر، وتشجيع تفعيل هذه الصناعة، على إعتبار أنّ الصكوك لاتزال تعتمد أساساً على التداول في الأسواق الأولية فقط في عديد الدول، في ظل الركود الذي يشهده السوق المالي الجزائري.
- إختيار سوق الصكوك والسندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بإعتبار أن الجزائر تنتمي لهذه المنطقة.

أهمية الدراسة:

يكتسي هذا الموضوع أهمية بالغة تقوم على أساس إختبار قياسي يعطي نظرة كمية عن مدى توفيق الهندسة المالية الإسلامية في إتباع أسلوب أو منهج الإبتكار والأصالة في مجال الصكوك الإسلامية، وحتى التطوير من خلال هيكله ما هو موجود في النظام التقليدي. أو مدى قربها من محاكاة وتقليد الأدوات التقليدية المنافسة والمتمثلة في السندات. وتبرز أهمية هذه الدراسة من خلال تبيان العلاقة بين مؤشرات سوق الصكوك الإسلامية وسوق السندات التقليدية ومدى إرتباطها وتكاملها أو إستقلاليتها.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة في حدود معطياتها، إلى البحث في تشابه أو اختلاف الأدوات المالية التي أوجدتها الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية (الصكوك) مقارنة مع نظيرتها التقليدية (السندات)، من خلال النقاط التالية:

- الإمام بالجوانب النظرية للهندسة المالية الإسلامية للصكوك.
- دراسة وتحليل واقع إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالي.
- إختبار مخاطر الصكوك باعتبارها أداة بديلة للسندات.
- دراسة العلاقة السببية بين سوقي الصكوك الإسلامية والسندات.
- إختبار إمكانية وجود تكامل مشترك بين مؤشري سوقي الصكوك الإسلامية والسندات.

حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من بداية 2016 إلى بداية 2021. والتي شهدت معدلات نمو متسارعة لسوق الصكوك الإسلامية عبر العالم، وتنظيماً أكثر له من ناحية القوانين والتشريعات. وتتضمن هذه الفترة الأزمة الصحية COVID-19، ما يساعدنا على إظهار أثر التقلبات الناجمة عن هذه الأزمة على نتائج الدراسة. التي تعطينا فكرة عن مخاطر الصكوك والسندات، وعن التكامل المشترك لسوقيهما في الفترات العادية، وكذا في فترة الأزمات.

- **الحدود المكانية:** تقتضي الإجابة على الإشكالية المطروحة التقيّد ببعده مكاني محدد بالمؤشرات المستخدمة في هذه الدراسة، وهما مؤشر S&P لسوق الصكوك الإسلامية ومؤشر S&P لسوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA ، وهي مؤشرات تقيس أداء الصكوك والسندات المقومة بالدولار الأمريكي الصادرة عن الشركات في كل من: الجزائر، البحرين، مصر، إيران، العراق، الأردن، الكويت، لبنان، ليبيا، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، السعودية، سوريا، تونس، الإمارات واليمن.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة، وإختبار صحة الفرضيات التي وضعناها لهذه الدراسة، إعتدنا على المنهج الإستنباطي إنطلاقاً من تسليمنا بالمصادقية الشرعية لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية. إضافة إلى المنهج الوصفي لسرد الأدبيات النظرية المتعلقة بموضوع الدراسة. أمّا في الفصل التطبيقي فقد إعتدنا منهج دراسة حالة لسوق الصكوك الإسلامية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بإستخدام أسلوب:

- الدراسة التحليل لواقع سوق الصكوك الإسلامية
- إضافة لدراسة قياسية للسلاسل الزمنية لمؤشر S&P MENA لسوق الصكوك الإسلامية ومؤشر S&P MENA لسوق السندات، والعلاقة بينهما. بإجراء إختبارات الإحصاء الوصفي، التوزيع الطبيعي، وإختبارات إستقرارية السلاسل، إضافة إلى إختبار تذبذب العوائد من خلال نموذج GARCH. بهدف الحكم على الصكوك كبديل له كفاءة إقتصادية من ناحية العائد والمخاطرة. وأخيراً دراسة العلاقة السببية من خلال إختبار سببية Granger، والتكامل المشترك بين المؤشرين بإستخدام منهجية Granger & Engle ذي الخطوتين ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)، لتحديد العلاقة بينهما على المدى القصير والطويل. وبالتالي الحكم على مدى توفيق الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد صكوك بديلة للسندات.

الدراسات السابقة:

1-دراسة (2017) Jamshed Y. Uppal و Inayat Mangla بعنوان:

Co-integration of Sukuk and Bond Yields – Evidence from Globally Placed Sukuk

تناولت هذه الدراسة إختبار تجريبي لوجود تكامل مشترك لعوائد الصكوك الإسلامية المختارة كعينة والمكونة من 92 صكا، مع عائدات الخزنة الأمريكية، والمتحصل عليها من قاعدة البيانات Datastream، للفترة بين 2014 - 2016. حيث قام الباحثان بإستخدام نماذج تصحيح الخطأ المتجه (VEC). وقد أشارت النتائج إلى أن عوائد الصكوك تتكامل بشكل كبير مع عوائد سندات الخزنة الأمريكية في علاقات طويلة الأجل. ولذلك فقد إستنتجت الدراسة أن الأسواق المالية الدولية تستعرض الصكوك وتسعيها بطريقة مماثلة لتلك الخاصة بالسندات التقليدية.

2-دراسة (2017) Salami Saheed Adekunle و Mansur Masih بعنوان :

Assessing the viability of Sukuk for portfolio diversification using MS-DCC-GARCH

بحثت هذه الورقة في جدوى فوائد التنوع الدولي للصكوك للمستثمرين في أسواق الأسهم التقليدية. من خلال إجراء مقارنة بين مزايا تنوع الصكوك مع البدائل التقليدية الأخرى من الأسواق المتقدمة والناشئة. والبحث فيما إذا كانت الصكوك يمكن أن تكون أداة تنوع بديلة لمحافظ الأسهم على مستوى العالم. وقد إعتد الباحثان على نموذج GARCH مع الإرتباطات الشرطية الديناميكية (MS-DCC-GARCH) لدراسة العلاقة بين: مؤشر الأسهم العالمية للأسواق المتقدمة في داو جونز، ومؤشر الأسهم العالمية للأسواق الناشئة لداو جونز مع مؤشر عائد إجمالي السندات الحكومية JPMorgan ، مؤشر داو جونز الإسلامي للأسهم، ومؤشر داو جونز للصكوك العالمية، وسعر سندات الخزنة الأمريكية. والمتحصل عليها من قاعدة البيانات Bloomberg. للفترة جانفي 2007 إلى جانفي 2017. و أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أنّ الصكوك ليست في مأمن من الصدمات وتداعيات تقلب الأسواق العالمية. وأثبتت وجود تأثير إيجابي للأسهم العالمية على الصكوك، مع إنخفاض درجة الإرتباط بين الصكوك الإسلامية وأسواق الأسهم العالمية، والتي رأته يمكن أن تكون أكثر تنوعا

لمحافظ الأسهم مقارنة بالسندات التقليدية. وفي نفس الوقت أنّ الصكوك لا توفر مزايا تنوع كبيرة للأسهم الإسلامية.

3-دراسة (2018) Buerhan Saiti ,Maya Rahman ,Rubaiyat Ahsan و

Gairuzazmi Ghani بعنوان:

Financial integration between sukuk and bond indices of emerging markets: Insights from wavelet coherence and multivariate-GARCH analysis

إختبرت هذه الدراسة ما إذا كان بإمكان الصكوك تقديم ميزة التنوع الدولي، من خلال فحص التقلبات والإرتباطات الخاصة بمؤشرات السندات في الأسواق الناشئة مثل كوريا الجنوبية، سنغافورة، الصين، الهند، إندونيسيا وماليزيا مع مؤشر Thomson Reuters BPA للصكوك الماليزية. المتحصل عليها من قاعدتي Bloomberg و Data Stream. من خلال تطبيق الإرتباط الشرطي الديناميكي المتعدد Multivariate-GARCH. غطت البيانات الفترة من يناير 2010 إلى ديسمبر 2015. وقد توصل الباحثون إلى أن سوق الصكوك يوفر فرصاً فعالة لتنوع المحفظة للمستثمرين الدوليين والإقليميين، لكن لا يمكن الاستغادة من التنوع محلياً.

4-دراسة (2018) Alberto , Andrea Paltrinieri ,M. Kabir Hassana و

Stefano Miani ,Dreassi و Alex Sclip بعنوان:

The determinants of co-movement dynamics between sukuk and conventional bonds

عمل هذا البحث على دراسة العلاقة طويلة الأجل، والعلاقات الديناميكية بين أسواق السندات الرئيسية (الولايات المتحدة، أوروبا والأسواق الناشئة) و 68 إصداراً لصكوك إسلامية عالية السيولة والمدرجة في بورصة ماليزيا، ناسداك دبي وبورصة لندن. بإستعمال مؤشرات متحصل عليها من قاعدة Bloomberg. للفترة 2010 الى 2014. وقد إستخدم الباحثون إختبارين. أولاً إختبار التكامل المشترك Johansen بين مؤشرات الصكوك والسندات. ثم إستخدام نموذج الإرتباط الشرطي الديناميكي متعدد المتغيرات DCC-GARCH. وقد توصل الباحثون إلى وجود علاقة تكامل مشترك

بين الصكوك والسندات. كما أشار إختبار DCC-GARCH إلى أنّ الصكوك أقل تقلباً من السندات، وأنّ الإرتباطات الشرطية الديناميكية تزداد أثناء الأزمات. كما أثبتت الدراسة أنّ سلوك الصكوك يشابه إلى حد كبير السندات. كما لوحظ أنّ الصكوك يمكن أن توفر مزايا التنوع نظراً لتقلبها المنخفض ومسارات إرتباطها الديناميكية.

5-دراسة (2018) عبد الحق العيفة بعنوان :

تقييم صناعة الصكوك الإسلامية- دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية بين 2001 و 2016

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهمية الصكوك الإسلامية وكيفية مساهمتها في الاقتصاد الكلي، والسوق المالية الإسلامية، وكذا معرفة واقع هذه الصناعة من خلال دراسة لحجم إصدارات الصكوك بين سنتي 2001م و2016م قام الباحث بإعداد إستبيان حول تقييم صناعة موجه لخبراء. ومن هم النتائج المتحصل عليها أنّ الصكوك الإسلامية تعد منتجاً مالياً أصيلاً، لكن أغلب الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية غير قابلة للتداول على عكس نظيرتها في الدول الغربية. كما توصلت الدراسة إلى أنّ حاملي الصكوك يحوزون على ملكية نفعية فقط ولا يحوزون على الملكية الكاملة للموجودات، وجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بصريح العبارة على ضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

6-دراسة (2018) Ferdous ,Mohammad Ashraful ,Md Mahmudul Haque

و Obiyathulla Ismath Bacha , Abdul Aziz Buriev , Chowdhury

Mansur Masih بعنوان :

Who drives whom – sukuk or bond? A new evidence from granger causality and wavelet approach

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة السببية بين الصكوك والسندات، من خلال استخدام بيانات عائد الأوراق المالية الحكومية الماليزية للصكوك والسندات. للفترة 2007-2013. من خلال إختبار السببية لـ Granger وتقنيات الحركة المشتركة الديناميكية CWT لتحليل التطور الزمني للسلاسل.

وكشفت النتائج أنّ هناك علاقة سببية بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية خلال فترة الدراسة، وأنّ السندات تقاد بواسطة الصكوك على المدى الطويل.

7-دراسة (2018) حنان عبدلي بعنوان:

دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة

سعت هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي تساهم به الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية، وتمثلت عينة الدراسة في مؤشرات السوق المالية الماليزية والإندونيسية ومؤشر داو جونز للدول الناشئة خلال الفترة 2010-2017. من خلال إختبار كفاءة مؤشرات الأسواق المالية التقليدية والإسلامية عن طريق إختبار ديكي فولر المطور وفليس بيرون و KPSS، والعلاقة بين المؤشرين التقليدي والإسلامي. وقد خلصت الدراسة إلى أنّ المؤشر المالي الإسلامي لكل من السوق المالية الماليزية والإندونيسية أقل تقلبا من نظيره التقليدي، وكلاهما يتصفان بالكفاءة، كما وجد أنّ هناك علاقة سببية بين المؤشر التقليدي والإسلامي في سوق رأس المال الماليزي، بينما في إندونيسيا هناك علاقة في إتجاه واحد، وأنّ مؤشر داو جونز الإسلامي للدول الناشئة يتصف بالكفاءة على غرار نظيره التقليدي. كما إستنتجت الباحثة أنّ أغلب المنتجات المالية الإسلامية تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية.

8-دراسة (2019) Arkapratim Roy بعنوان:

Using sukuk in conventional investment portfolios (Analysing the factors, implications and opportunities for Portfolio Diversification, Lower Volatility and Higher Returns)

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم إمكانية استخدام الإستثمار في الصكوك، كأصول بديلة تمكن من تحقيق مزايا التنوع من أجل بناء المحافظ. إستخدم الباحث تحليل الإنحدار بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، لفهم تأثير تغيرات الأسعار في فئات الأصول مختلفة على حركة الأسعار في إستثمارات الصكوك. مستخدما بيانات مؤشر (S&P Dow Jones Indices) S&P MENA لتمثيل حركة أسعار إستثمارات الصكوك كمتغير تابع. مع 12 متغير مستقل مختلف تمثل حركات

أسعار الأسهم في الأسواق المتقدمة والنامية، سندات الشركات، السندات الحكومية، السلع، عملة الدولار الأمريكي، الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS)، ومقايضات التخلف عن سداد الائتمان (CDS)، والأوراق المالية بضمان الرهن العقاري (MBS)، وصناديق الاستثمار المتداولة (ETF)، وغيرها. والمتحصل عليها من قاعدة بيانات Thomson–Reuters Eikon و Bloomberg و مجموع 60 مشاهدة لكل سلسلة. وقد كشفت الدراسة أنّ الصكوك لها علاقة إيجابية مع MBS وإرتباط سلبي ضعيف مع CDS، وكذلك كان لها إرتباط سلبي مع السندات. كما ذكرت الدراسة أنّ بعض المتغيرات المذكورة إعتبرت متغيرات غير مرغوبة لتوضيح المتغير أسعار الصكوك.

9-دراسة (2019) Buerhan Saiti ,Maya Rahman ,Rubaiyat Ahsan و

Gairuzazmi Ghani بعنوان:

Does the Malaysian Sovereign Sukuk Market Offer Portfolio Diversification: Opportunities for Global Fixed–Income Investors? Evidence from Wavelet Coherence and Multivariate–GARCH Analyses

عملت هذه الدراسة على البحث فيما إذا كانت الصكوك الإسلامية تقدم أي مزايا من حيث التنوع الدولي. من خلال القيام بفحص تقلبات وإرتباطات مؤشرات السندات السيادية في البلدان المتقدمة، مثل الولايات المتحدة، كندا، ألمانيا، المملكة المتحدة، أستراليا واليابان، مع مؤشر صكوك ماليزيا BPA. والمتحصل عليها من قاعدة البيانات Thomson Reuters، للفترة من يناير 2010 إلى ديسمبر 2015. باستخدام الإرتباط الشرطي الديناميكي المتعدد Multivariate–GARCH. وقد توصلت الدراسة إلى أنّ سوق الصكوك الماليزية يوفر فرصاً أفضل للتنوع لمستثمري سندات الأسواق المتقدمة بسبب ضعف الإرتباط الراجع للتنوع الجغرافي. وبشكل عام فإن جميع مؤشرات سندات السوق المتقدمة لها علاقة منخفضة جداً مع سوق الصكوك في ماليزيا، باستثناء بعض الإختلافات القليلة خلال أزمة منطقة اليورو.

10- دراسة (2019) Ahmed H.Elsayed و Habib Ahmeda بعنوان:

Are Islamic and conventional capital markets decoupled Evidence from stock and bonds /sukuk markets in Malaysia

بحثت هذه الدراسة في فرضية الفصل بين أسواق رأس المال الإسلامية والتقليدية من خلال تحليل الترابط الديناميكي بين أسواق الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية والسندات والصكوك في ماليزيا خلال الفترة من 03 يناير 2007 إلى 31 مارس 2017. حيث استخدمت أربع مؤشرات من سوق المال الماليزي وهي: مؤشر سوق الأسهم التقليدية، مؤشر الأسهم الإسلامية، مؤشر السندات التقليدية ومؤشر سوق الصكوك. والمتحصل عليها من قاعدة البيانات DataStream. استخدم الباحثان لهذا الإختبار نموذج شعاع الإنحدار الذاتي (VAR)، وتوصلا إلى وجود ترابط كبير بين الأسواق الإسلامية والأسواق التقليدية. إلا أن أسواق السندات والصكوك التقليدية ليست متكاملة تمامًا في النظام المالي الماليزي. ومنه فإن الأسهم الإسلامية متشابهة هيكلًا مع الأسهم التقليدية ويمكن إختبارها مجموعة فرعية منها. أما بالنسبة للعلاقة بين الصكوك والسندات فهي أكثر تعقيدًا ويصعب فهمها نظرا لكونها أظهرت إختلافات في الآثار على فترات زمنية مختلفة.

11- دراسة (2020) Mehmet Özgül Arslan-Ayaydin ,Burak Pirgaip و Baha Karan

بعنوان:

Does Sukuk provide diversification benefits to conventional bond investors? Evidence from Turkey

حاولت هذه الدراسة تقييم مدى مساهمة الصكوك في تنوع محافظ السندات. من خلال مقارنة صناديق السندات التركية التي تستثمر حصريًا في السندات، وصناديق الصكوك، إضافة إلى الصناديق المختلطة التي تضم صكوكا وسندات معاً. للفترة من أبريل 2014 إلى أبريل 2019. والمتحصل عليها من منصة تداول الصناديق <http://fundturkey.com.tr>. من خلال تحليل الإنحراف المعياري، معامل بيتا، والتفطح لكل فئة من فئات الصناديق. ومن جانب العوائد فقد اعتمد الباحثون على حساب مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر، كنسبة شارب، نسبة ترينور، ألفا جنسن ونسبة موديليانى. وقد توصلوا إلى أن إضافة الصكوك إلى المحافظ الإستثمارية لصناديق السندات التقليدية أمر مهم، يمكن مديري هذه الصناديق من بناء محافظ فعالة بناءً على مجموعة متنوعة من الخيارات بين السندات التقليدية والصكوك من أجل تمكين المستثمرين من الإستمتاع بمزايا التنوع.

نتائج تحليل الدراسات السابقة:

حرصنا في الدراسات السابقة على إختيار دراسات تتقاطع مع دراستنا في جوهر الإشكالية المطروحة، وقد تنوعت هذه الدراسات في تناولها لموضوع إمكانية إعتبار الصكوك الإسلامية بديلاً في أسواق المال، يتيح للمستثمرين الإستفادة من مزايا التنوع، بإعتبارها أداة متفردة أوجدتها الهندسة المالية الإسلامية. وقد إختبرت هذه الدراسات إرتباط وتكامل الصكوك مع كل الفئات تقريبا (أسهم تقليدية، أسهم إسلامية، السندات بأنواعها، عملات...)، وفي أسواق مختلفة متقدمة وناشئة. و ما لمسناه تحديداً أنّ الدراسات في مجملها إنقّقت على أنّ الصكوك أداة بديلة في حالة التنوع الدولي، وأنها بديل للأسهم التقليدية. لكن المثير للإهتمام أنّ النتائج كانت متباينة، وحتى متناقضة بين هذه الدراسات، حول علاقة الصكوك الإسلامية بالسندات، التي ظهرت أكثر تعقيداً نظرا للإختلافات في الآثار بإختلاف الأسواق والفترات زمنية، وكذا العينات المدروسة.

ما يميّز دراستنا عن الدراسات السابقة:

ما نحاول إضافته من خلال هذه الدراسة، هو المساهمة في إثراء الموضوع الذي أثارته الدراسات السابقة، والخلاف الموجود بينها، المتعلق بعلاقة الصكوك الإسلامية بالسندات تحديداً. بإعتبارها البديل الشرعي والأداة الأقرب لها، خاصة في ظل الجدل القائم حول تقليد الصكوك الإسلامية للسندات، ودور الهندسة المالية الإسلامية في ذلك. لذا فإننا نعمل على إختبار مدى قرب الأدوات في ظروف متماثلة، قناعة منا بأنّ الإختبار الحقيقي يتمثل في مدى تشابه أو إختلاف الصكوك مع سندات في حالة متغيّرات من نفس الفئة (الدخل الثابت)، وفي نفس المنطقة (منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا)، والمقومة بنفس العملة (الدولار الأمريكي)، لنلمس الفرق الحقيقي بين الصكوك والسندات. إضافة إلى أنّ إستخدامنا لإختبار التكامل يقدم لنا فكرة عن مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التكامل المالي لسواقيهما.

ولتجسيد أهداف هذا البحث، تمّ تقسيمه إلى أربعة فصول جاءت على النحو التالي:

الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية

الفصل الثاني: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

الفصل الثالث: الصكوك كأداة بديلة لتجنب مخاطر السندات

الفصل الرابع: دراسة مخاطر الصكوك والسندات وتكاملهما المشترك في منطقة MENA

الفصل الأول

الإطار النظري للهندسة الماليّة

الإسلاميّة

مقدمة الفصل

إهتمت الشريعة الإسلامية بشأن المال، حيث إعتبرته من أهم مقومات الحياة على هذه الأرض لقوله تعالى ((الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا)) (الكهف: الآية 46). ويعتبر المال في الشريعة الإسلامية وسيلة لمصالح الدين والدنيا، وقد تضمنت الشريعة الإسلامية القواعد التي تحكم المال وإنفاقه وتداوله بما ورد في القرآن الكريم والسنة الشريفة وإجماع الفقهاء، من خلال مقاصد شرعية. ومسلك الإنسان هو الذي يحدد علاقته بالمال إما أن يناقض مقصود الشارع أو يوافقه. ومقصد حفظ المال في الشريعة هو حفظ أموال الأمة، وحفظ الأموال الفردية يؤدي إلى حفظ مال الأمة وبه يحصل حصول الكل بحصول أجزائه.

ويكون ذلك من خلال تسهيل المعاملات المالية للأفراد، ورفع الحرج عنهم، بإيجاد أدوات وحلول للمشاكل التمويلية في إطار الضوابط الشرعية، في شكل بدائل شرعية للوسائل التقليدية القائمة على أساس ربوي.

ويهدف هذا الفصل إلى دراسة الجانب النظري للهندسة المالية الإسلامية كأساس لإيجاد أدوات تمويلية على غرار فكرة التصكيك. بداية بالتعرف على ماهية التمويل الإسلامي، من خلال إبراز أهم المبادئ التي يقوم عليها، ثم التطرق للمقاصد الشرعية من هذا التمويل. والتي تتحقق بحفظه من جهة تحصيل أسباب صونه ونفي الفساد عنه. وتطرقنا في المبحث الثاني إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية إنطلاقاً من الهندسة المالية التقليدية، كما تناولنا التطور التاريخي لها، وأهم الخصائص والأسس التي تقوم عليها. وكذا المناهج الأساسية المستخدمة في تطويرها. أمّا المبحث الثالث فقد خصصناه لمفهوم التصكيك بإعتباره أحد أهم تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية، بإظهار الفرق بينه وبين مفهوم التوريق التقليدي، مع التركيز على الهندسة المالية للصكوك الإسلامية. وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: ماهية التمويل الإسلامي

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية للصكوك

المبحث الأول: ماهية التمويل الإسلامي

في هذا المبحث سنركز على مفهوم التمويل في الشريعة الإسلامية، من خلال إظهار مفهوم المال في الإسلام أولاً، ثم الوصول لمفهوم التمويل الإسلامي، وما يقوم عليه من مبادئ وقيم، تحفظ خصوصيته وتحدد إطار المعاملات المالية الإسلامية، وإستكمالاً لتوضيح مفهوم التمويل الإسلامي تطرقنا للمقاصد الشرعية، والمصالح التي شرع الله تعالى الشريعة الإسلامية من أجلها، ومنها حفظ المال. وقد تم تقسيم المبحث الأول إلى مطلبين:

المطلب الأول: المال في الإسلام ومفهوم التمويل الإسلامي

الفرع الأول: مفهوم المال في الإسلام

1- **المال في اللغة:** قال ابن منظور: "المال كل ما ملكته من جميع الأشياء. وقال بن الأثير:

المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أُطلق على كل ما يُقتنى ويملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق المال عند العرب على الإبل لأنها كانت أكثر أموالهم"¹. يقول الله تعالى: ((وَأَتَى الْمَالَ عَلَى حُبِّهِ ذَوِي الْقُرْبَى)) (البقرة: الآية 177). ويقال: رجلٌ مالٌ: ذو مالٍ. والجمع: أموالٌ.

يطلق المال على كل ما يستطيع المرء أن يحوزه وينمو له من أشياء، ومفرده مال، والمال معروف².

2- **المال في الإصطلاح:**

يقول الإمام الشافعي: "المال ما له قيمة يباع بها، وتلزم مُتلفه وإن قَلَّت"³، ويقول الشاطبي: "وأعني بالمال ما يقع عليه الملك ويستند به المالك عن غيره إذا أخذه من وجهه"⁴. ويقول الزركشي: "المال ما كان منتفعاً به أي ومستعداً لأن ينتفع به"⁵

¹ ابن منظور أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، تحقيق عبد الله علي الكبير، محمد احمد حسب الله وهاشم محمد الشاذلي، لسان العرب، دار المعارف، ط 1، المجلد 4، القاهرة، مصر، بدون سنة نشر، ص 4300.

² الرازي ابن ابي بكر بن عبد القادر، مختار الصحاح، مكتبة لبنان، المجلد 1، بيروت، 1989م، ص 266.

³ السيوطي جلال الدين عبد الرحمن، الاشباه و النظائر في قواعد وفروع فقه الشافعية، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 1403هـ/1983م، ص 327.

⁴ الشاطبي إبراهيم بن موسى اللخمي، تحقيق عبد الله دراز، الموافقات في أصول الشريعة، كتاب المقاصد، الجزء الثاني، المكتبة التجارية الكبرى، مصر، دون سنة نشر، ص 17.

⁵ الزركشي بدر الدين محمد بن عبد الله بن بهادر، تحقيق تيسير فائق احمد محمود، المنشور في القواعد الفقهية، الجزء 3، وزارة الأوقاف و الشؤون الإسلامية، الطبعة 2، الكويت، 1985، ص 222.

والمال في المفهوم الإقتصادي هو وسيلة إشباع للجنس البشري، سواء ما توفر بجهد ذهني أو جسدي، أو ما وجد في الطبيعة من موارد. وهو بالمطلق كل ما له منفعة معتبرة سواء كانت مباحة أو محرمة. أما المال في الإقتصاد الإسلامي فيستند إلى شرط ضروري وهو إباحة الإنتفاع به شرعاً مع تملكه، فيجب أن يكون حلالاً.¹ ويترادف المفهوم الإقتصادي مع المفهوم الإسلامي للمال على أنه كل ما يُشبع الحاجات الإنسانية الضرورية والكمالية، ويمكن حيازته والإنتفاع به، ويشمل الأشياء المقومة والمادية، وكذلك المنافع المعنوية.

الفرع الثاني: مفهوم التمويل الإسلامي

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون في موضوع التمويل الإسلامي، ومن أهمها نذكر:

- تعريف منذر قحف: عرفه بأنه "التمويل الذي يلتزم بالشريعة الإسلامية أمراً ونهياً وأدباً وخلقاً، من خلال دعم المبادلات في السوق الحقيقية، وصون حق الملكيات الفردية وما يرتبط بها من حق الإستحقاق، والإلتزام بتمويل الطيبات وعدم تمويل الخبائث². ويعرف قحف التمويل الإسلامي أيضاً على أنه: "تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الإسترباح من مالها إلى شخص آخري دبرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية"³.
- ويرى الصديق طلحة مفهوم التمويل الإسلامي بأنه: "يشمل إطار شاملاً من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تغطي كافة الجوانب الحياتية. وتعد ضوابط إستثمار المال في الإسلام عنصراً أساسياً لتنظيم العلاقات المالية، وذلك مع التأكيد بأن المال هو مال الله وأن البشر مستخلفون فيه، وذلك وفق أسس وضوابط ومحددات واضحة مثل تنظيم الزكاة والإنفاق وضرورة إستثمار المال وعدم إكتنازه"⁴.
- كما يعرفه فؤاد السرطاوي بأنه: " أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين، من أجل إستثماره بقصد

¹ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، ط1، بيروت، 1432هـ/2011م، ص71.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، ماليزيا، 2011، ص 15.

³ منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، الطبعة الأولى، جدة، 1991، ص 12.

⁴ الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات والرؤى، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، ط 1، 2006،

الحصول على أرباح¹. وهو قد تناول بذلك التمويل الإسلامي من جانبه الإستثماري إضافة للجانب التعاوني والتطوعي.

المطلب الثاني: مبادئ التمويل الإسلامي ومقاصده الشرعية

الفرع الأول: المبادئ الإسلامية في المعاملات المالية

يقوم التمويل الإسلامي على جملة من المبادئ والقيم، التي تحفظ خصوصيته وتشكل إطار محددًا للمعاملات المالية الإسلامية، وفق ما تحدده الشريعة الإسلامية.

1- المال نعمه من الله

المال مال الله، وهو نعمة من نعمه العديدة التي خلقها لمنافع الإنسان ومصلحته². قال الله تعالى ((وَأَتَوْهُمْ مِنْ مَالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ)) (النور: الآية 33). وقوله تعالى: ((اللَّهُ خَالِقُ كُلِّ شَيْءٍ وَهُوَ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ وَكِيلٌ)) (الزمر: الآية 62)

2- إستخلاف الإنسان في المال

الإنسان مستخلف في المال الذي بين يديه، وهو مسؤول عنه أمام الله. ولذلك فإن جميع تصرفاته المالية تخضع لرقابه الله سبحانه وتعالى³. قال الله تعالى: ((وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً)) (البقرة: الآية 30) وقوله تعالى ((آمِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلِفِينَ فِيهِ ۖ فَالَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفَقُوا لَهُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ)) (الحديد: الآية 07)

وحديث رسول الله صلى الله عليه وسلم: (إِنَّ اللَّهَ سَائِلٌ كُلَّ رَاغٍ عَمَّا اسْتَرْعَاهُ أَحْفَظُ أَمْ صَيِّعٌ)⁴ رواه ابن حبان

3- تملك المال ليس غاية وإنما هو وسيلة للتمتع بالطيبات من الرزق

تملك المال ليس غاية في حد ذاته، وإنما هو وسيلة للتمتع بزينة الله التي أخرج لعباده والطيبات من

¹ فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، 1999، ص 97.

² خوجة عز الدين، محمد مراجعة ابو غده عبد الستار، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مجموعه دله البركة اداره التطوير والبحوث، الطبعة الاولى، المملكة العربية السعودية، 1414 هـ / 1994م، ص 11.

³ خوجة عز الدين، نفس المرجع، ص 11.

⁴ الألباني محمد ناصر الدين، غاية المرام، عن صحيح بن حبان(1562)، برقم 271، المكتب الاسلامي، ط1، دمشق، 1400هـ/1980م، ص 167.

الرزق، ووسيلة إلى تحقيق مصالح عامة للجماعة¹. قال الله تعالى ((الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ مِمَّا كَانَتْ تَوَابًا وَخَيْرٌ أَمْلاً)) (الكهف: الآية 46). و عن أبي واقد الليثي قول رسول الله صلى الله عليه وسلم: (إِنَّ اللَّهَ قَالَ: إِنَّا أَنْزَلْنَا الْمَالَ لِإِقَامِ الصَّلَاةِ ، وَإِيتَاءِ الزَّكَاةِ ، وَلَوْ كَانَ لِابْنِ آدَمَ وَادٍ ، لَأَحَبَّ أَنْ يَكُونَ إِلَيْهِ ثَانٍ ، وَلَوْ كَانَ لَهُ وَادِيَانِ ، لَأَحَبَّ أَنْ يَكُونَ إِلَيْهِمَا ثَالِثٌ ، وَلَا يَمْلَأُ جَوْفَ ابْنِ آدَمَ إِلَّا التُّرَابُ ، ثُمَّ يَثُوبُ اللَّهُ عَلَى مَنْ تَابَ)² رواه أحمد.

4- إستثمار المال وعدم إكتنازه

منع الإسلام إكتناز المال وتجميده وحبسه عن التداول، لما في ذلك من تعطيل لنماء ثروته المجتمع³. قال الله تعالى: ((وَأَخْرُوجَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ)) (المزمل: الآية 20)، وقوله تعالى: ((وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ)) (التوبة: الآية 34)

5- توثيق المعاملات المالية

يجب المحافظة على المال وإبعاده عن موطن التنازع والضياع والنسيان، وقد شرع الإسلام قواعد تكفل إستقامة المعاملات المالية وتؤدي إلى إزدهارها، ومن ذلك توثيق الدين⁴ والكتاب والإشهاد والرهن وغيره من الضمانات ليحفظ لكل صاحب حق حقه⁵. قال الله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بَدَيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ)) (البقرة: الآية 282).

6- الكسب الحلال للمال

حرم الإسلام كل كسب يثير الأحقاد ويفسد العلاقات، وأمر بالإبتعاد عن الغش والخداع وإستغلال

1 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص11.

2 الامام أحمد بن حنبل، مراجعة محمد صدقي محمد جميل العطار، مسند(مسند الانصار)، حديث ابي واقد الليثي برقم 21965، دار الفكر، ط1، بيروت، لبنان، 1429هـ/2009م ص 137.

3 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص12.

4 عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الاسلامي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2011، ص228.

5 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص12

غفلة وطيبة الناس، كما أمر بالعدل في كل تعامل أو تعاقد حتى لا يشيع الفساد في الأرض¹. يقول الله تعالى ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَنْفِقُوا مِنْ طَيِّبَاتِ مَا كَسَبْتُمْ وَمِمَّا أَخْرَجْنَا لَكُمْ مِنَ الْأَرْضِ ۗ وَلَا تَيَمَّمُوا الْخَبِيثَ مِنْهُ تُنْفِقُونَ)) (البقرة: الآية 267). ويقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: (مَنْ بَاعَ عَيْبًا لَمْ يُبَيِّنْهُ ، لَمْ يَزَلْ فِي مَقْتِ اللَّهِ ، وَلَمْ تَزَلِ الْمَلَائِكَةُ تَلْعَنُهُ)² رواه ابن ماجه. وقوله عليه الصلاة والسلام: (مَنْ خَلَفَ عَلَى يَمِينِ صَبْرٍ ، يَقْتَطِعُ بِهَا مَالَ امْرِئٍ مُسْلِمٍ ، لَقِيَ اللَّهَ وَهُوَ عَلَيْهِ غَضَبَانٌ)³ رواه الترمذي.

7- منع الربا وأكل أموال الناس بالباطل

منع الشارع وسائل الكسب غير المشروع، كالسرقة والربا والميسر والغش والرشوة والتجارة في الخمر والخنير، والتعامل بالربا، وإحتكار الضروريات والتلاعب بالأسعار، بناءً على ما يترتب عليه من إضرارٍ وأكلٍ لأموال الناس بالباطل⁴ وفي ذلك يقول تعالى: ((وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ)) (البقرة: الآية 188). كما حرم الإسلام أكل مال اليتيم، والغصب، وأخذ الوديعة باليمين الغموس، وجعلها من الكبائر التي لا يجوز أن تختلف الشرائع في تحريمها. ومنع الإسلام التعامل بالربا منعاً قاطعاً لأنه يمنع التداول الصحيح للمال، وهو كسب للمال دون بذل الجهد والعمل، وفيه إستغلال لحاجه الناس، كما منع أكل أموال الناس وجهدهم وإنتاجهم بالباطل، لأنه يوقع العداوة والبغضاء بين أفراد المجتمع⁵. قال الله تعالى: ((وَمَا آتَيْتَهُ مِنْ رَبِّا لِيُرِيَهُ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرِيهِ مِنْدَ اللَّهِ ۗ وَمَا آتَيْتَهُ مِنْ زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضَعِفُونَ)) (الروم: الآية 39)، وقوله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَخَرُّوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ)) (البقرة: الآية

1 خوجة عز الدين محمد، نفس المرجع، ص12

2 ابن ماجه الحافظ ابي عبد الله القزويني، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، سنن بن ماجه، الجزء الثاني، كتاب التجارات، باب من باع عيبا فليبينه، حديث رقم 2247، دار احياء الكتب العربية، دون سنة نشر، ص755.

3 الإمام الترمذي محمد بن عيسى، تحقيق مركز البحوث وتقنية المعلومات، سنن الترمذي الجامع الكبير، كتاب البيوع، باب ما جاء فيمن حلف على سلعة كذبا، حديث رقم 1253، مجلد الثاني، ط1، دار التأسيس، القاهرة، 1435هـ/2014م، ص392.

4 عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 227.

5 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص13.

(278). ومن الحديث: (عَنْ جَابِرٍ قَالَ لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَكْلَ الرِّبَا وَمُؤْكَلَهُ وَكَاتِبَهُ وَشَاهِدِيهِ وَقَالَ هُمْ سَوَاءٌ)¹ رواه مسلم.

8- الصرف الحلال للمال

ليس للمسلم أن ينفق ماله في غير وجوهه المأذون فيها شرعا، لأنَّ في ذلك خروج على حدود الإستخلاف في مال الله تعالى، وتفريطا في حق الوكالة عن خالقه². قال الله تعالى: ((إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ)) (المائدة: الآية90). وقد شرح القرآن قانون الإختصاص بالأموال في آيات المبيعات، والربويات، والمدائيات، وقسم الموارِيث، وموجب النفقات، وقسمة الغنائم، والصدقات والمناكحات³.

9- الإعتدال في إنفاق المال

ليس للمسلم أن يخرج في إنفاقه للمال والإستمتاع بالطيبات عن حد الإعتدال، وذلك بوضعه في ما خلق من أجله دون إفراط ولا تفريط. لأنَّ في التبذير والتقتير تفويتاً لمصالح العباد⁴. قال الله تعالى: ((وَالَّذِينَ إِذَا أَنفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا)) (الفرقان: الآية67)، و قوله تعالى: ((وَلَا تَجْعَلْ يَدَكَ مَغْلُولَةً إِلَىٰ مَنْ يُحِبُّكَ وَلَا تَبْسُطْهَا كُلَّ الْبَسِطِ فَتَعُدَّ مَلُومًا مَّحْسُورًا)) (الإسراء: الآية29). قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (كُلُوا وَاشْرَبُوا، وَالْبُسُوا وَتَصَدَّقُوا، فِي غَيْرِ إِسْرَافٍ وَلَا مَخِيلَةٍ)⁵ رواه ابن ماجة.

10- الصدق والأمانة في المعاملات المالية

على المسلم أن يتصف بالصدق والأمانة في معاملاته المالية، فلا يأخذ أكثر مما له من حقوق، كما لا ينقص من مستحقات الآخرين ما هو لهم⁶. قال الله تعالى: ((فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَالْيُؤَدِّ الْفِيءِ))

1 الإمام مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، صحيح مسلم، الجزء الثالث، كتاب المساقاة، باب لعن أكل الربا ومؤكله، حديث رقم 1598، دار الحديث، ط1، بيروت، 1412هـ/ 1991م، ص1219.

2 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص13

3 عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 228.

4 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص13

⁵ ابن ماجة، سنن ابن ماجة، مرجع سبق ذكره، كتاب اللباس، باب البس ما شئت ما اخطأك سرف او تبذير، حديث رقم 3605، ص1192.

6 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص14

أَوْثَمَنَ أَمَانَتَهُ وَوَلِيَّتَقِ اللَّهَ رَبَّهُ)) (البقرة: الآية 283). وعن الحسن عن ابي سعيد رضي الله عنهما، عن النبي صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: (التَّاجِرُ الصَّدُوقُ الْأَمِينُ مَعَ النَّبِيِّينَ وَالصِّدِّيقِينَ وَالشُّهَدَاءِ)¹ رواه الترمذي. وفي الحديث القدسي، عن أبي هريرة رضي الله تعالى عنه، أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: (إِنَّ اللَّهَ تَعَالَى يَقُولُ: أَنَا ثَالِثُ الشَّرِيكِينَ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَهُ خَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا)² رواه أبو داود.

11- المال وسيلة لتحقيق التكافل العائلي

حث الإسلام على توثيق الروابط بين أفراد الأسرة، وتوفير وسائل العيش الكريم لهم. كما وضع نظاماً للموارث وأحكاماً للنفقة على الأقارب لتحقيق التكافل العائلي³. قال الله تعالى: ((لِيُنْفِقْ ذُو سَعَةٍ مِّن سَعَتِهِ ۗ وَمَن قُدِرَ عَلَيْهِ رِزْقُهُ فَلْيُنْفِقْ مِمَّا آتَاهُ اللَّهُ ۗ لَا يَكْلِفُهُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا مَا آتَاهَا ۗ سَيَجْعَلُ اللَّهُ بَعْدَ حُسْرٍ يُسْرًا)) (الطلاق: الآية 07). وقوله تعالى: ((إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ وَإِيتَاءِ ذِي الْقُرْبَىٰ)) (النحل: الآية 90). قال رسول الله صلى الله عليه وسلم (دِينَارٌ أَنْفَقْتَهُ فِي سَبِيلِ اللَّهِ ، وَدِينَارٌ أَنْفَقْتَهُ فِي رَقَبَةٍ ، وَدِينَارٌ تَصَدَّقْتَ بِهِ عَلَىٰ مِسْكِينٍ ، وَدِينَارٌ أَنْفَقْتَهُ عَلَىٰ أَهْلِكَ ، أَعْظَمُهَا أَجْرًا الَّذِي أَنْفَقْتَهُ عَلَىٰ أَهْلِكَ)⁴ رواه مسلم.

12- إنفاق المال وتأدية حقه

أوجب الإسلام حقوق على المال فأمر بتأدية الزكاة، وذلك لتطهير المال وتزكيته، حتى يكون حلالاً طيباً، كما أوجب بذله في وجوه البر، ولاسيما الصدقات والوقف وغيره. ونهى عن المن والاذى والرياء في ذلك⁵. قال الله تعالى: ((الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُم بِاللَّيْلِ وَالنَّهَارِ سِرًّا وَعَمَلَانِيَةً فَلَهُمْ أَجْرُهُمْ مِنْدًا رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ)) (البقرة: الآية 274). قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (وَإِنَّ هَذَا الْمَالَ

1 الإمام الترمذي محمد بن عيسى، سنن الترمذي الجامع الكبير، كتاب البيوع، مرجع سبق ذكره، باب ما جاء في التجار، حديث رقم 1250، ص391.

2 الامام أبو داود الحافظ السجستاني، تحقيق محمد عبد العزيز الخالدي، سنن ابي داود، كتاب البيوع، باب في الشركة، مجلد الثاني، حديث رقم 3383، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 1416هـ/1996م، ص 462.

3 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص14

4 الإمام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب الزكاة، باب فضل النفقة، حديث رقم 995، ص692.

5 خوجة عز الدين محمد، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص14.

خَصْرَةً حُلُوتًا، فَنِعْمَ صَاحِبُ الْمُسْلِمِ مَا أُعْطِيَ مِنْهُ الْمُسْكِينُ وَالْيَتِيمَ وَابْنَ السَّبِيلِ¹ رواه البخاري.

13- المحافظة على المال وعدم إعطائه لمن لا يحسن التصرف فيه

يأمر الإسلام بالمحافظة على المال، ووضعه فيما خلق من أجله، وشرع الحجر على من لا يحسن التصرف في أمواله². من خلال منع إعطاء المال لمن لا يحسن التصرف فيه، لأن مال الجماعة يتأثر بما ينال الفرد من سوء التصرف والاستغلال³. قال الله تعالى ((وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي بَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ فِيهَا مَا أَرْزَقْتَهُمْ فِيهَا وَارْزُقُوهُمْ فَمَا وَارْزُقُوا لَكُمْ مَعْرُوفًا)) (النساء: الآية 5)

14- التعاون بين الناس في المعاملات المالية

حث الإسلام على أن يكون المال عنصر خير وتعاون بين الناس، فشجع على إقراض المال بدون ربا، وعدم المماثلة في الأداء، وعلى إنظار المُعسر، كما كفل سداده دين الغارمين من مال الزكاة. قال الله تعالى: ((وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ ۗ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ ۖ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ)) (البقرة: الآية 280). وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم (من نَفَسَ عن مسلمٍ كُرْبَةً من كُرْبِ الدُّنْيَا نَفَسَ اللَّهُ عَنْهُ كُرْبَةً من كُرْبِ يَوْمِ الْقِيَامَةِ ، ومن يَسَّرَ على مُعْسِرٍ في الدُّنْيَا يَسَّرَ اللَّهُ عَلَيْهِ في الدُّنْيَا وَالْآخِرَةِ)⁴ رواه مسلم.

15- حرمة التعدي على أموال الغير

منع الإسلام التعدي على أموال الغير، وذلك لتحقيق إستقرار المجتمع وحماية مصالح أفرادها، وقد رتب الشرع على بعض أنواع التعدي عقوبة محددة، وإكتفى أحياناً أخرى بإلزام الضمان أو بالتعزير بما يراه ولي الأمر⁵. قال الله تعالى: ((إِنَّ الْغَافِلِينَ يَتَّبِعُونَ أَمْوَالَ الْيَتَامَىٰ ظُلْمًا ۗ إِنَّهَا يُكَلِّفُونَ فِيهَا بُطُونَهُمْ نَارًا ۗ وَسَيَصْلُونَ سَعِيرًا)) (النساء: الآية 10). وقال رسول الله صلى الله عليه

¹ الإمام البخاري محمد بن إسماعيل، صحيح البخاري، كتاب الزكاة، باب الصدقة على اليتامى، ط1، الحديث رقم 1465، دار ابن كثير، دمشق، 1423هـ/2002م، ص ص356-357.

² عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 228.

³ حوجة عز الدين، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص15.

⁴ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب الذكر والدعاء والتوبة والاستغفار، باب فضل الاجتماع على تلاوة القرآن والذكر، حديث رقم 2699، ص2074.

⁵ حوجة عز الدين، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مرجع سبق ذكره، ص15.

وسلم: (إِنَّ دِمَاءَكُمْ، وَأَمْوَالَكُمْ، وَأَعْرَاضَكُمْ، وَأَبْشَارَكُمْ، عَلَيْكُمْ حَرَامٌ، كَحُرْمَةِ يَوْمِكُمْ هَذَا، فِي شَهْرِكُمْ هَذَا، فِي بَلَدِكُمْ هَذَا)¹ رواه البخاري.

16- تدخل الدولة لتحقيق التوازن بين أفراد المجتمع

منع الإسلام أن تكون الأموال دولة بين الأغنياء، لأي سبب كان، وأوجب على الدولة أن تتدخل لضبط توزيع الثروة، وضمان حد الكفاية لكل فرد، بما يحقق الجمع بين المصلحة العامة ومصالح الأفراد². قال الله تعالى: ((مَا أَقَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَى فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسَاكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ حَيْثُ لَا يَكُونُ حَوْلَهُ بَيْنَ الْأُخْيَاءِ)) (الحشر: الآية 07).

الفرع الثاني: المقاصد الشرعية للتمويل الإسلامي

تعدّ المقاصد الشرعية العلم الذي يدرس المصالح التي شرع الله تعالى الشريعة الإسلامية من أجلها، وبنها وتحقيقها في واقع الناس، ويدرس المفسدات التي تدمر البشرية ويحذر منها. فهو عبارة عن الوقوف على المعاني والحكم الملحوظة للشارع في جميع أحوال التشريع أو معظمها³. وتقسم المقاصد الشرعية بإعتبار المصالح إلى ثلاث أقسام: ضرورية، حاجية، وتحسينية.

ويقصد بالمقاصد الضرورية المصالح التي لا تقوم حياة الناس إلا بها، يقول الشاطبي " فأما الضرورية فلا بد منها في قيام مصالح الدين والدنيا، بحيث إذا فقدت لم تجر مصالح الدنيا على إستقامة، بل على فسادٍ وتهاجٍ وفوت حياة، وفي الأخرى فوئُ النجاة والنعيم، والرّجوع بالخسران المبين"⁴.

وقد حدد العلماء الضروريات في خمسة مقاصد هي: حفظ الدين، حفظ النفس، حفظ النسل، حفظ العقل، وحفظ المال. كما قال الإمام الغزالي -رحمه الله- في المُستصفي: "مقصود الشرع من الخلق خمسة وهو: أن يحفظ عليهم دينهم، ونفسهم، وعقلهم، ونسلهم، ومالهم، فكل ما يتضمن حفظ هذه

¹ الامام البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، كتاب المغازي، باب حجة الوداع، حديث رقم 4406، ص 1078.

² حوجة عز الدين، نفس المرجع، ص 15.

³ ابن عاشور محمد الطاهر، تحقيق: محمد الحبيب ابن الخوجة، مقاصد الشريعة الإسلامية، مطابع قطر الوطنية، ج 2، الدوحة، 1425هـ/2004م، ص 21.

⁴ الشاطبي ابراهيم ابن موسى بن محمد اللخمي، تحقيق ابو عبيدة مشهور بن حسن آل سلمان، الموافقات في اصول الشريعة، باب المقاصد، قسم مقاصد الشارع ط 1، دار ابن عفان، حبر، المملكة العربية السعودية، 1417هـ/1997م، المجلد الثاني، ص 17-18.

الأصول الخمسة فهو مصلحة. وكل ما يفوت هذه الأصول فهو مفسدة، ودفعها مصلحة¹. وهو ما أكده مجمع الفقه الإسلامي، بأن المقاصد الشرعية هي مقصود الشارع في الحفاظ على الكليات الخمس، حيث أورد في قراره المتعلق بالمصالح المرسله وتطبيقاتها المعاصرة أن: "المراد بالمصلحة المحافظة على مقصود الشارع وهو الحفاظ على الدين والنفس والعقل والنسل والمال"²

1- **أولاً: حفظ النفس:** ومعنى حفظ النفس هو صيانة النفس البشرية من كل ما يُتلفها تلفاً مؤقتاً، كحفظها من الأمراض المعدية والخطيرة، أو تلفاً كاملاً يذهب بها كمشروعية الزواج لحفظ النسل البشري، وضرورة حفظ الأمن ومكافحة الفتنة، التي تؤدي إلى القتل والتهاجر والتمازج. لقوله تعالى: ((وَلَا تَقْتُلُوا النَّفْسَ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ إِلَّا بِالْحَقِّ)) (الأنعام: الآية 151). وقوله تعالى: ((وَلَا تَقْتُلُوا أَوْلَادَكُمْ مِمَّنْ إِمْلَاقٍ)) (الأنعام الآية 151). وقد ورد في السنة الشريفة، عن أبي هريرة رضي الله عنه، أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: (اجْتَنِبُوا السَّبْعَ الْمُؤْبَقَاتِ. قَالُوا يَا رَسُولَ اللَّهِ، وَمَا هُنَّ قَالَ الشِّرْكَ بِاللَّهِ، وَالسِّحْرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ إِلَّا بِالْحَقِّ، وَأَكْلُ الرِّبَا، وَأَكْلُ مَالِ الْيَتِيمِ، وَالنَّوْلي يَوْمَ الرَّحْفِ، وَقَذْفُ الْمُحْصَنَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ الْغَافِلَاتِ)³ رواه البخاري. وقول النبي صلى الله عليه وسلم في حديث رواه عبد الله بن مسعود قال: قال النبي: (أول ما يُفْضَى بَيْنَ النَّاسِ يَوْمَ الْقِيَامَةِ فِي الدِّمَاءِ)⁴ رواه مسلم.

2- **ثانياً: حفظ النسل:** يُعرف حفظ النسل من جهة، على أنه حفظ الأنساب والأرحام، فيعرف كل واحد نسباً، ومن جهة أخرى، على أنه حفظ تتاسل وجود الجنس البشري على هذه المعمورة، وحفظها من الزوال والإنقراض، وقفل كل الأبواب التي تعيق ذلك، فقد رغب الدين الإسلامي في ذلك. عَنْ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ مَسْعُودٍ رضي الله عنه قال، قَالَ لَنَا رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: (يَا مَعْشَرَ الشَّبَابِ، مَنْ اسْتَطَاعَ الْبَاءَةَ فَلْيَتَزَوَّجْ، فَإِنَّهُ أَغْضُ لِلْبَصْرِ، وَأَخْصَنُ لِلْفَرْجِ، وَمَنْ لَمْ يَسْتَطِعْ

¹ الامام الغزالي ابي حامد محمد بن محمد، تحقيق حمزة بن زهير حافظ، المستقصى من علم الاصول، المجلد 1، المدينة المنورة للطباعة ، المدينة المنورة، دون سنة نشر، ص 287. متوفر على الموقع : www.waqfeya.com/book.php?bid=1140 ، تاريخ الاطلاع 2020/09/24.

² قرار رقم: 141(7/15)، بشأن المصالح المرسله وتطبيقاتها المعاصرة، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي ، الدورة الخامسة عشرة، مسقط، سلطنة عُمان من 14 الى 19 المحرم 1425هـ الموافق ل 6 الى 11 مارس 2004م. متاح على الموقع : <https://www.iifa-aifi.org/ar/2159.html>

³ الامام البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره ، كتاب الوصايا، باب اكل اموال يتامى، حديث رقم 2766، ص 684.

⁴ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره ، كتاب القسامة، باب المجازاة بالدماء في الاخرة، حديث رقم 1678، ص 1304.

فَعَلَيْهِ بِالصَّوْمِ؛ فَإِنَّهُ لَهُ وَجَاءٌ¹ رواه البخاري.

3- **ثالثاً: حفظ الدين:** والمقصود هو الدين الإسلامي لقوله تعالى: ((إِنَّ الدِّينَ مِثْلُ النَّاسِ)) (آل عمران: الآية 19). ويكون بحفظ دين كل أحد من المسلمين أن يدخل عليه ما يفسد إعتقاده، وعمله اللاحق بالدين، وحفظ الدين بالنسبة لعموم الأمة هو دفع كل ما من شأنه أن ينقض أصول الدين القطعية، ويدخل في ذلك حماية البيضة والحوزة* الإسلامية.² ويقصد بحفظ الدين نهية سبحانه عن الشرك به، في قوله: ((وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِلَٰهًا)) (الإسراء: الآية 23). "فأصول العبادات راجعة إلى حفظ الدين من جانب الوجود، كالإيمان والنطق بالشهادتين والصلاة والزكاة والصيام والحج وما أشبه ذلك"³.

4- **رابعاً: حفظ العقل:** فقد أوجب الإسلام الحفاظ على العقل، بتحريم كل مُسَكِّرٍ لقوله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ)) (المائدة: الآية 90). وفي حديث الرسول صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ، عن ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي قال: (كُلُّ مُسَكِّرٍ حَمْرٌ، وَكُلُّ مُسَكِّرٍ حَرَامٌ)⁴ رواه مسلم. وحفظ العقل بجعله في كامل وعيه وإدراكه، وهو ما أكرم الله به الإنسان وميَّزه عن سائر الكائنات الأخرى، وقد إهتم الإسلام بالعقل، ودعا للتفكير والتمتع في آيات الله تعالى⁵، ومدح أولي الألباب أي أصحاب العقول في أكثر من آية لقوله تعالى: ((إِنَّ فِي خَلْقِ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَاخْتِلَافِ اللَّيْلِ وَالنَّهَارِ لَآيَاتٍ لِأُولِي الْأَلْبَابِ)) (آل عمران: الآية 190).

5- **خامساً: حفظ المال:** إهتم القرآن الكريم والسنة النبوية بتشريعي كل وسائل حفظ المال وتداوله ورواجه، كالحث على التجارة لقوله تعالى: ((إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً مِّن تَرَاضٍ مِّنكُمْ)) (النساء: الآية 29)، وقد ذُكر المال في القرآن الكريم في مواضع كثيرة، ووصف بأنه زينة الحياة الدنيا لقوله تعالى: ((الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا)) (الكهف: الآية 46). كما دعا الله سبحانه وتعالى في القرآن الكريم إلى البذل والعطاء والإنفاق، وحثَّ من الإكتزاز لقوله جلَّ وعلى:

¹ الامام البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، كتاب النكاح، باب من لم يستطع الباء فليصم، حديث رقم 5066، ص 1293.

* **بيضة الاسلام:** جماعته وهو كيان الإسلام المتقوم بشعائره والمتدينين به / و **حوزة الإسلام:** حدوده ونواحيه

² ابن عاشور محمد الطاهر، مقاصد الشريعة الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 236.

³ الشاطبي، الموافقات في اصول الشريعة، مرجع سبق ذكره، ص 18-19.

⁴ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب الأشربة، باب بيان أن كل مسكر خمر، حديث رقم 2003، ص 1587.

⁵ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 64.

((وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالنَّوْصَةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُم بِعَذَابٍ أَلِيمٍ)) (التوبة: الآية34). وقد أقر الإسلام حرية الأشخاص في تملك الأموال سواء كسباً أو إنفاقاً، شريطة مراعاة أحكام الشرع، يقول الإمام الغزالي: "فالمال مثله كمثل الحية فيها سم وترياق وفوائده ترياقه، وغوائله سمومه، فمن عرف غوائله وفوائده أمكنه أن يتحرز منشره ويستدر من خيره"¹. وحفظ المال في مقاصد الشريعة هو حفظ أموال الأمة من الإلتلاف، ومن الخروج إلى أيدي غير الأمة بدون عوض، وحفظ أجزاء المال المعتبرة عن التلف بدون عوض، ثم إنَّ حفظ الأموال الفردية يؤدي إلى حفظ مال الأمة، وبه يحصل حصول الكلِّ بحصول أجزائه². ومن هنا كان إعتبار حفظ المال من الضروريات الخمس، سواء كان حفظ مال الأفراد من الضياع والتلف، أم حفظ مال الأمة الإسلامية من الفساد والسرقه. ومن وسائل حفظ المال، تحريم أكل أموال الناس بالباطل، لقوله تعالى: ((وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ)) (البقرة: الآية188)، وقال الرسول الله صلى الله عليه وسلم: (كُلُّ الْمِسْلِمِ عَلَى الْمِسْلِمِ حَرَامٌ ، دَمُهُ ، وَمَالُهُ ، وَعِرْضُهُ)³ رواه مسلم.

كما شرع الإسلام حدَّ السرقه، وتضمن الغاصب ونحوه، قال الله تعالى: ((وَالسَّارِقُ وَالسَّارِقَةُ فَاقْطَعُوا أَيْدِيَهُمَا جِزَاءً بِمَا كَسَبَا)) (المائدة: الآية38)، وقوله صلى الله عليه وسلم: (إِنَّ اللَّهَ عَزَّ وَجَلَّ حَرَّمَ عَلَيْكُمْ: عُقُوقَ الْأُمَّهَاتِ، وَوَادَّ الْبَنَاتِ، وَمَنْعًا وَهَاتِ، وَكَرِهَ لَكُمْ قَيْلَ وَقَالَ، وَكَثْرَةَ السُّؤَالِ، وَإِضَاعَةَ الْمَالِ)⁴ رواه البخاري. وقد حفظت الشريعة المال من حيث الوجود بتشريع العبادات، والتَّحذير من المال الحرام، والحضُّ على التكتِّب الحلال، كما حفظته من حيث المنع بتحريم السرقه والعقوبة عليها⁵. وإتفق جميع الفقهاء والأصوليون على أن المحافظة على المال من المقاصد أو المصالح الكلية، الضرورية الخمس للشريعة، ومن المهم أن يعلم أنَّ الشريعة الإسلامية في شأن كليتة المال نفسها لها مقاصد متعددة، منها ما يتعلق بقيمته ومنزلته، ومنها ما يتعلق بربطه بالإيمان والأخلاق، ومنها ما

¹ الإمام الغزالي أبي حامد محمد بن محمد، احياء علوم الدين، كتاب الصبر والشكر، الطبعة الاولى، دار ابن حزم ، بيروت، 1426هـ/2005م، ص 1450.

² ابن عاشور محمد الطاهر، مقاصد الشريعة الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 238 - 239.

³ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره ، كتاب البرِّ والصلة والآداب، باب تحريم ظلم المسلم وخذله، حديث رقم 2564، ص 1986.

⁴ الامام البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، كتاب الاستقراض واداء الديون والحجر والتفليس، باب ما ينهى عن اضاعه المال، حديث رقم 2408، ص 579.

⁵ البوطي محمد سعيد رمضان، ضوابط المصلحة في الشريعة الإسلامية، مؤسسة الرسالة ناشرون، رسالة دكتوراه في أصول الشريعة الاسلامية، كلية القانون والشريعة، جامعة الازهر، القاهرة، 1375هـ/1965م، ص 120.

يتعلق بإنتاجه وإستهلاكه وتداوله وتوزيعه¹.

والمقصد الضروري في مجال المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية هو مقصد حفظ المال، و إنما يتحقق هذا المقصد بحفظه من جهة تحصيل أسباب وجوده ويعرف بجانب الوجود، وحفظه من جهة تحصيل أسباب صونه ونفي الفساد عنه ويعرف بجانب العدم². وذلك بتتبع مصالح المال ما أمكن والإبتعاد عن مفسده، وحفظه من حيث³:

أولاً: حفظ المال من جانب الوجود، أو بجلب المصلحة ومنه:

- وجوب العمل والكسب
 - إباحة البيع والتداين
 - الحثّ على الصدقة وبذل المال للمحتاج
 - الإبقاء على الأموال بأيدي أصحابها
 - الاعتدال في الإنفاق
- ثانياً: حفظ المال من جانب العدم، أو بتعطيل المفسدة ومنه:**

- منع أكل الأموال بالباطل
- تحريم الإعتداء على الأموال ووجوب ضمانها
- معاقبة المعتدين عليها ومحاربتهم
- دفع الصائل على المال
- تحريم الأسراف والتبذير وإتلاف المال وإفساده
- إبعاد الضرر عن الأموال وجبره

¹ القرضاوي يوسف، مقاصد الشريعة المتعلقة بالمال، مؤتمر المجلس الاول للإفتاء والبحوث، الدورة 18، دبلن، جمادى الثانية رجب 1429 هـ/ جويلية 2008م، ص4.

² عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 226.

³ العسكر ماجد بن عبد الله، مقاصد الشريعة في المعاملات المالية عند ابن تيمية، اطروحة دكتوراه في الشريعة و الدراسات الاسلامية، تخصص اصول الفقه، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1434/1435، ص ص 277-278.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية

من خلال هذا المبحث حاولنا تناول مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، وتطورها التاريخي، إضافة لمشروعيتها والخصائص الواجب توفرها لتعتبر هندسة مالية إسلامية. كما تطرقنا في المطلب الثاني للأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية، ومناهج تطويرها، إضافة للضوابط التي تحكم هذه الهندسة. وقد تم تقسيم المبحث الأول إلى مطلبين:

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

الهندسة في اللغة، كلمة مشتقة من " الهنداز وهو" معرّب وأصله بالفارسية " أواندازه " يقال أعطاه بلا حساب ولا هنداز. ومنه المهندس: الذي يقدر مجاري القني والأبنية. والهندسة مشتقة من الهندرة، فصيرت الزاي سيناً لأته ليس في شيء من كلام العرب زاي بعد الدال.¹

وأما في الإصطلاح: فهي العلم الرياضي الذي يبحث في الخطوط، والأبعاد والسطوح والزوايا والكميات، أو المقادير المادية من حيث خواصها، وقياسها، أو تقويمها وعلاقتها ببعضها البعض.²

ومفهوم الهندسة المالية كما عرفها (FINNERTY 1988): "تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلة المالية"³.

وتعرف الرابطة الدولية للتمويل الكمي IAQF، والتي كانت تعرف سابقاً بإسم الرابطة الدولية للمهندسين الماليين IAFE الهندسة المالية على أنها: " مجال متعدد التخصصات يستخدم تطبيق الأساليب الرياضية لحل مشكلات التمويل. بالإعتماد على أدوات الرياضيات التطبيقية، وعلوم الكمبيوتر، والإحصاء والنظرية الإقتصادية، الذكاء الحسابي، والنمذجة الإحصائية لتحليل وتوقع نشاط السوق من أجل إتخاذ قرارات إستثمارية وتحوطية أكثر فعالية. فالهندسة المالية لا تمثل أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات".⁴

¹ ابن منظور، لسان العرب ، مرجع سبق ذكره، ص 4710.

² مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، 1425هـ/ 2004م، ص 997.

³ Finnerty John D, **Financial engineering in corporate finance: An overview**, financial management, 1988, vol17, no4, pp14-33, page 15.

⁴ الموقع الرسمي للرابطة الدولية للتمويل الكمي IAQF، متاح على الموقع: <https://www.iaqf.org/what-is-financial-engineering>

ويعرفها سامي السويلم بأنها: "التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل، وبذلك فإن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنشطة¹:

- أولاً: إبتكار أدوات مالية جديدة.
 - ثانياً: إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة بالفعل.
 - ثالثاً: إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلئم الظروف المحيطة بالمشروع.
- والإبتكار المقصود ليس مجرد الإختلاف عن السائد، بل لابد أن يكون هذا الإختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا فلا بد أن تحقق الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة، ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه².

ويعرف عبد الكريم قندوز الهندسة المالية بأنها: "إبتكار حلول مالية، فهي تركز على عنصر الإبتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلبي إحتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الإبتكار في الأنشطة الإقتصادية سواء في التبادل أو التمويل³.

وتعريف الهندسة المالية الإسلامية: لا يختلف عن تعريف الهندسة المالية التقليدية، إلا يجعل هذه الهندسة المالية موافقة للشريعة الإسلامية. فهي "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ، لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف"⁴

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ﷺ) حيث قال: (مَنْ سَنَّ سُنَّةً حَسَنَةً فَعَمِلَ بِهَا، كَانَ لَهُ أَجْرُهَا وَمِثْلُ أَجْرِ مَنْ عَمِلَ بِهَا، لَا يَنْقُصُ مِنْ

¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركه الراجحي المصرفية للإستثمار، ربيع الاول 1425 هـ/ افريل 2004 بيت المشورة للتدريب، الكويت، ص 5

² Finnerty .John.D, **Financial engineering in corporate finance: An Overview**, Financial Management, Vol. 17, No. 4 (Winter, 1988), pp 14-33, p 15

³ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولى، مؤسسه الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 1429هـ/ 2008م ص30.

⁴ صالح فتح الرحمن علي محمد ، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصري، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان المركزي للإدارة العامة للسياسات والبحوث والاحصاء ، الخرطوم. ص2.

أَجْرِهِمْ شَيْئًا وَمَنْ سَنَّ سَنَةً سَيِّئَةً فَعَمَلٌ بِهَا ، كَانَ عَلَيْهِ وَزْرُهَا وَوَزْرُ مَنْ عَمَلَ بِهَا مِنْ بَعْدِهِ لَا يَنْقُصُ مِنْ أَوْزَارِهِمْ شَيْئًا)¹ رواه مسلم.

ويُعرّف عبد الكريم قندوز الهندسة المالية الإسلامية بأنها: "إبتكار وتطوير أدوات وآليات وحلول تمويلية في إطار الضوابط الشرعية، حيث أنها تتضمن²:

- أولاً: إبتكار أدوات مالية جديدة.
 - ثانياً: إبتكار آليات تمويلية جديدة.
 - ثالثاً: إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
 - رابعاً: أن تكون الإبتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الإبتعاد بأكبر قدر ممكن عن الإختلافات الفقهية، لتحظى بالمصادقية الشرعية.
- والهندسة المالية الإسلامية بذلك تعتبر منهجاً لنُظِم التمويل المعاصرة، تهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها، في ظل الإحتياجات المالية، والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة.

الفرع الثاني: تاريخ الهندسة الماليّة الإسلاميّة

وُجِدَت الصنّاعة الماليّة الإسلاميّة منذ أن جاءت الشريعة الإسلاميّة بأحكامها المطهرة. وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلّم، لبلال المازني رضي الله عنه حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له رسول الله صلى الله عليه وسلم: (لا تَفْعَلْ، بَعِ الْجَمْعَ بِالذَّرَاهِمِ، ثُمَّ ابْتَعْ بِالذَّرَاهِمِ جَنِيْبًا)³ رواه البخاري. إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الإقتصادية دون الإخلال بالأحكام الشرعية. لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلاميّة لم تأتي بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحلُّ من المعاملات المالية. وهذا ما يتفق مع القول بأنَّ الأصل في المعاملات الحلُّ،

¹ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب العلم، باب من سنَّ سنة حسنة، حديث رقم 1017، ص 2059.

² قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 161-162.

³ البخاري صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، كتاب البيوع، باب اذا اراد بيعه تمر بتمر خير منه، حديث رقم 2201/2202، ص 525.

إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.¹ كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية، ومن أمثلتها حل الإمام محمد بن الحسن الشيباني للبيع مع خيار. وإجازته لإستعمال مدة أكبر من مدة خيار المشتري². حيث أن الحلّ أو المخرج الذي أشار إليه الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة المالية بالمعنى الحديث للمصطلح، وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد³.

ويعد بحث الدكتور سامي السويلم، بعنوان صناعة الهندسة المالية -نظرات في المنهج الإسلامي- والمنشور من مركز البحوث بشركة الراجحي المصرفية للإستثمار في عام 2000. أولى المحاولات الجادة التي تطرقت لموضوع الهندسة المالية الإسلامية. ثم تلتها بعد ذلك بعض البحوث والمؤتمرات التي إهتمت بهذا الموضوع.

الفرع الثالث: مشروعية الهندسة المالية الإسلامية

1- من السنة النبوية: أتى النبي صلى الله عليه وسلم إلى المدينة، وللناس تعاملاتهم الدنيوية المختلفة، وكان من هديه صلى الله عليه وسلم أن يدع أمور الدنيا للناس يديرون شؤونهم، ومن ضمن التعاملات الدنيوية التي كان يتعامل بها أهل المدينة المعاملات المالية⁴. وقد أقرّ النبي صلى الله عليه وسلم الناس على معاملاتهم التي وجدهم عليها، إلا ما إشتمل منها على ضرر، فكان موقفه منها إما التعديل أو الإلغاء:

- من أمثلة التعديل: أنّ النبي صلى الله عليه وسلم قام بتعديل أو تبديل معاملات كانت بالفعل قائمة، عن ابن عباس رضي الله عنه قال: (قَدِمَ النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ الْمَدِينَةَ، وَهُمْ

¹ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² السالوس علي بن احمد، مخاطر التمويل الاسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، جامعه ام القرى مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005 ص 11.

³ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعه الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، المجلد 20، العدد 02، 1482هـ/ 2007م الصفحات 13 الى 46، ص 21.

⁴ العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، الطبعة الاولى، دار كنوز اشبيليا، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1436هـ/ 2015م، ص 47

يُسَلِّفُونَ فِي الثَّمْرِ السَّنَةَ وَالسَّنَتَيْنِ وَالثَّلَاثَ، فَقَالَ: مَنْ أَسْلَفَ فِي شَيْءٍ، فَفِي كَيْلٍ مَعْلُومٍ وَوَزْنٍ مَعْلُومٍ إِلَى أَجَلٍ مَعْلُومٍ¹ رواه البخاري. وبذلك فقد قام النبي صلى الله عليه وسلم بإجراء تعديل أو هندسة مالية إسلامية، على عقد السلم الذي كان موجوداً أساساً، فإشترط على من أراد التعامل به، تحديد مقدار المبيع، وصفته، وأجل التسليم، تجنباً للخلاف. وهو بذلك دليل على مشروعية الهندسة المالية الإسلامية.

- من أمثلة الإلغاء: حديث أبي هريرة رضي الله عنه قال: (نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْحَصَاةِ، وَعَنْ بَيْعِ الْغَرْرِ)² رواه مسلم.

2- إجتهاادات الصحابة: ورد كذلك إجتهااد الصحابة في هندسة العقود المالية، إبتكاراً وتطويراً، عن أبي هريرة رضي الله عنه: (أَنَّهُ قَالَ لِمَرْوَانَ: أَخَلَّتْ بَيْعَ الرِّبَا، فَقَالَ مَرْوَانُ: مَا فَعَلْتِ؟ فَقَالَ أَبُو هُرَيْرَةَ: أَخَلَّتْ بَيْعَ الصِّكَاكِ، وَقَدْ نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الطَّعَامِ حَتَّى يُسْتَوْفَى، قَالَ: فَخَطَبَ مَرْوَانُ النَّاسَ، فَنَهَى عَنْ بَيْعِهَا. قَالَ سُلَيْمَانُ: فَتَنَظَرْتُ إِلَى حَرَسٍ يَأْخُذُونَهَا مِنْ أَيْدِي النَّاسِ)³ رواه مسلم. أي أنه تم في عصر الصحابة رضوان الله عليهم إبتكار الصكوك، وهو منتج مالي جديد، عبارة عن الرقاع أو الأوراق التي يكتب فيها ولي الأمر برزق من الطعام للناس. وهي عطاء مؤجل الدفع إلى موسم الحصاد. وفي إبتكار الصكوك حلٌّ لأزمة السيولة لدى الدولة، وهذا الإبتكار يعد هندسة مالية إسلامية. وقد منع الصحابة بيع هذه الصكوك ممن ملكها قبل أن يقبضها كي تحافظ على مصداقيتها الشرعية⁴.

3- مشروعية الهندسة المالية الإسلامية من المقاصد الشرعية: في الهندسة المالية الإسلامية تحقيق لمقاصد الشريعة، وفي فهمها إعانة للمسلم على أداء المشروع في المال كما شرع الله تعالى، ومن المقاصد الشرعية التي تحققها الهندسة المالية الإسلامية، هي تحقيق مصالح الناس من جهة ورفع الحرج عنهم من جهة أخرى⁵. حيث:

¹ البخاري صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، كتاب السلم، باب السلم في وزن معلوم، حديث رقم 2240، ص 534
² الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب البيوع، باب بطلان بيع الحصاة والبيع الذي فيه غرر، رقم الحديث 1513، ص 1153.
³ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب البيوع، باب بطلان بيع المبيع قبل القبض، حديث رقم 1528، ص 1162.
⁴ العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 57.
⁵ العنزي مرضي بن مشوح، نفس المرجع، ص 61.

- تعدّ مصلحة الهندسة المالية الإسلامية من المصالح المرسلّة التي لم يأمر الشرع بها ولم يلغها، وقد دلّت الأدلة على ذلك، فقد ورد عن النبي صلى الله عليه وسلم-تطوير بعض العقود كما في عقد السلم، وإبتكار الصكوك كما ورد عن الصحابة رضوان الله عليهم.
- الهندسة المالية الإسلامية من حيث قوتها من المصالح الحاجيّة التي يقع على الناس حرج وضيق في عدم وجودها، لكنها لا تصل إلى قوة المصالح الضرورية التي تؤدي إلى هلاكهم لعدم وجودها¹.
- مصلحة الهندسة المالية الإسلامية لا تخالف الضوابط التي وضعها العلماء للمصلحة فهي متوافقة مع مقصود الشارع بحيث ترفع حرجاً لازماً في الدين من الجانب الإقتصادي².
- كما تعدّ من المصالح الحقيقية، ولا يوجد فيها تقويت مصالح أهم منها، بل في تطبيقها تحقيق لأهم المصالح، كتقوية إقتصاد الأمة، ومنافسة الإقتصاد الرأسمالي، وإبراز محاسن الدين الإسلامي في الجانب الاقتصادي، وتوفير منتجات خالية من المخالفات الشرعية وإيجاد تمويل حقيقي ومستمر مما يقلل المخاطر التي يقع فيها الناس.

4- مشروعية الهندسة المالية الإسلامية من القواعد الفقهية:

- من أهم القواعد الفقهية التي تدرج تحتها الهندسة المالية الإسلامية، قاعدة "الأصل في العقود الصحة إلا ما دلّ الدليل على منعها"، وقاعدة "الأصل في الشروط الصحة واللزوم إلا ما دلّ الدليل على منعها". حيث أنّ الهندسة المالية الإسلامية تقوم على إبتكار عقود جديدة، أو تطوير وتعديل عقود قديمة، ومن التطوير إضافة بعض الشروط على العقود.
- **فالقاعدة الأولى:** تتيح للناس أن يعقدوا ما شاءوا من العقود³، دون الخروج عن الإطار الذي تحدده الشريعة الإسلامية. وعلى هذا الأصل فإنّ العقود التي تبتكرها الهندسة المالية الإسلامية جائزة، ولا يمنع منها إلا ما إشتل على محظور شرعي⁴.
- **والقاعدة الثانية:** تقضي أن الشروط كالعقود، فإذا كان الأصل في العقود الصحة إلا ما دلّ الدليل على منعه، فإن الشروط مثلها والناس يحتاجون إليها في عقودهم، وفي منعهم عن ذلك

¹ العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص74

² العنزي مرضي بن مشوح، نفس المرجع، ص75.

³ محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة، 1996م، ص223.

⁴ العنزي مرضي بن مشوح، نفس المرجع، ص106.

تضييق عليهم وحرص لهم. عن عمرو بن عوف المزني رضي الله عنه، أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: (الْصُّلْحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صُلْحًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا)¹ رواه الترمذي. وعلى هذا فإنه يجوز للهندسة المالية الإسلامية أن تطور العقود، بإضافة بعض الشروط عليها إلا أن يكون هذا الشرط من الشروط المحرمة.²

الفرع الرابع: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تسعى الهندسة المالية الإسلامية على غرار الهندسة المالية التقليدية، إلى إيجاد حلول ومنتجات وأدوات مالية، تعالج مشكلات التمويل وتلبي احتياجات طالبي التمويل، لكن بشرط عملها في إطار الشريعة الإسلامية. وبذلك فهي تخضع لخاصيتين أساسيتين:

1- المصادقية الشرعية: المقصود بالمصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة

للشريعة، بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. بحيث لا تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى ترجيح رأي فقهي على آخر. وإنما تسعى للتوصل إلى حلول مبتكرة، تكون محل إتفاقٍ قدر الإمكان.³

2- الكفاءة الإقتصادية: تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية،

بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية، وهي الكفاءة الإقتصادية. وينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة إقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، وأن تتجنب المساعدة في زياده الآثار الإقتصادية السلبية⁴. والمقصود بالكفاءة الإقتصادية هو تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية⁵. ويمكن لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة

¹ الامام الترمذي، سنن الترمذي الجامع الكبير، مرجع سبق ذكره، كتاب الاحكام، باب ما ذكر عن الرسول صلى الله عليه وسلم في الصلح بين الناس، حديث رقم 1400، ص 463.

² العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 106.

³ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁴ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 164.

⁵ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

الإقتصادية، عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات والعمولات والوساطة¹.
وتعدّ المصادقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية خاصيتين مترابطتين في أغلب الحالات، حيث أنّ البحث عن الكفاءة الإقتصادية، يؤدي إلى حلول أكثر مصادقية من ناحية الشرع، والعكس صحيح، فالحلول والأدوات الأقرب للخلافات الفقهي غالباً ما تكون الأقلّ كفاءة.

المطلب الثاني: محددات الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: أسس الهندسة المالية الإسلامية

أولاً: تحريم الربا والغرر: الربا لغة بمعنى زاد ونما، ومنه أخذ الربا الحرام، لقوله تعالى: ((وَيُزَيِّرُ الصَّادِقَاتِ)). ويقصد به دفع الإنسان الشيء ليعوض ما هو أكثر منه². والأصل في ربا المال، أنّه زاد وارتفع، وهو في الشرع الزيادة على أصل المال من غير عقد تباع³. وأدلة تحريم الربا من القرآن والسنة، وإجماع الفقهاء على حرمة. يقول الله تعالى: ((الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقْوَمُونَ إِلَّا كَمَا يَقْوَمُ الَّذِي يَخْتَبِطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا)) (البقرة: الآية 275)، وقال جلّ وعلا: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ، فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ)) (البقرة: الآية 278-279). ومن السنة عن جابرٍ قال: (لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَكْلَ الرِّبَا وَمُؤْكَلَهُ وَكَاتِبَهُ وَشَاهِدِيَهُ، وَقَالَ هُمْ سَوَاءٌ)⁴ رواه مسلم. والربا نوعان ربا النسبية وربا الفضل، وسنتطرق لهما في الفصل الثالث.

وأما الغرر، فعرفه ابن تيمية على أنّه: هو المجهول العاقبة. وعرفه الشيرازي فقال: الغرر ما إنطوى عنه أمره وخفي عليه عاقبته. وعرفه ابن القيم فقال: بأنه ما لا يعلم حصوله، أو لا تعرف حقيقته ومقداره. عن أبي هريرة رضي الله عنه: (نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنِ بَيْعِ الْحَصَاةِ، وَعَنْ بَيْعِ الْغَرْرِ)⁵. ويمكن أن يتعلّق الغرر بـ:

¹ الساعاتي عبد الحميد عبد الرحيم، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، العدد 01، 1999م، ص 55.

² ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 1572.

³ ابن منظور، نفس المرجع، ص 1573.

⁴ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة، باب لعن آكل الربا ومؤكله، حديث رقم 1598، ص 1219.

⁵ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب البيوع، باب بطلان بيع الحصاة والبيع الذي فيه غرر، رقم الحديث 1513، ص 1153.

- **الغرر في صيغة العقد:** ويشمل بيع بيعتين في بيعة، وبيع العربان، وبيع الحصاة، وبيع المناذبة، وبيع الملامسة، والعقد المعلق، والعقد المضاف¹.

- **الغرر في محلّ العقد:** ويتفرع إلى الجهل بذات المحل المعقود عليه، والجهل بجنس المحل، والجهل بوصف المحل، والجهل بوصف الثمن أو بمقدار المحل، والجهل بأجله، أو تعذر التسليم، والتعاقد على المعدوم، وعدم رؤية المحل وغير ذلك².

ثانياً: حرية التعاقد: والمقصود بها إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين، إلا بقيد واحد، وهو أن لا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع³. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص فإنّ الوفاء بها لازم، والعاقدة مأخوذ بما تعهد به. وإذا إشتملت العقود على أمر محرم فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها⁴.

ثالثاً: التيسير ورفع الحرج: من الأصول التي بنيت عليها الشريعة الإسلامية رفع الحرج عن المكلفين، فالشارع لم يكلف عباده بالشاق، ولم يعنتهم في التكليف⁵، لقوله تعالى: ((وَلَوْ شَاءَ اللَّهُ لَأَمْتَكُمْ)) (البقرة: الآية 220) وقوله تعالى: ((مَا يُرِيدُ اللَّهُ لِيَجْعَلَ عَلَيْكُمْ مِنْ حَرَجٍ وَلَكِنْ يُرِيدُ لِيُطَهِّرَكُمْ وَلِيُتَبِّعَ نِعْمَتَهُ عَلَيْكُمْ لَعَلَّكُمْ تَشْكُرُونَ)) (المائدة: الآية 06) ويعرف الدكتور يعقوب الباحثين رفع الحرج بأنه: "منع وقوع أو بقاء الحرج على العباد، بمنع حصوله ابتداءً، أو بتخفيفه، أو تداركه بعد تحقق أسبابه"⁶. وعلى هذا فإنّ الهندسة المالية الإسلامية تقوم على رفع الحرج عن الناس، والتيسير عليهم بما تقدمه لهم من معاملات إسلامية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

رابعاً: الإستحسان والإستصلاح: الإستحسان في اللّغة من الحسن، ضدّ القبح⁷، وإستحسن الشيء: عدّه حسناً⁸. وهو "العدول في مسألة عن مثل ما حكمّ به في نظائرها، إلى خلافه بوجه هو أقوى"¹.

¹ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 171.

² السالوس علي أحمد، فقه البيع والاستيثاق والتطبيق المعاصر (مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا)، ط7، مكتبة دار القرآن، مصر، 200، ص 297.

³ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 171.

⁴ محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، مصر، 1996م، ص 233.

⁵ العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 75.

⁶ يعقوب الباحثين، رفع الحرج في الشريعة الإسلامية دراسة أصولية تأصيلية، مكتبة الرشد للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية،

1420هـ/1999م، ص 48.

⁷ الرازي ابن ابي بكر بن عبد القادر، مختار الصحاح، مرجع سبق ذكره، ص 58.

⁸ مجد الدين الفيروزآبادي، مراجعة انس محمد الشامي وكرزبا جابر احمد، القاموس المحيط، دار الحديث، القاهرة، 1429هـ/2008م، ص 363.

والإستحسان من الأدوات التي تستخدم إستخداماً واسعاً في الهندسة المالية الإسلامية، ومن ذلك إستخدام الإستحسان بالقياس والإستحسان للمصلحة². كما صُحِّت عقودُ بَحْجَةِ الإستحسان. والمصلحة المرسلة هي الأخذ بكل أمر فيه مصلحة، يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصلاً خاص من الشريعة بإلغائها³.

خامساً: التحذير من بيعتين في بيعة واحدة: من أسس الهندسة المالية الإسلامية النهي عن البيعتين في البيعة الواحدة، لما قد يحمله هذا الإجراء من إنتفاف على ما يَمنع تلك البيعة الواحدة أو يقيدّها. حيث أنّ أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث، وينبغي النظر إليهما بمقياس البيعة الثالثة. فإن كانت البيعة الثالثة ممنوعةً شرعاً، كانت البيعتان كذلك. وإن كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعاً، لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة⁴.

الفرع الثاني: مناهج تطوير الهندسة الماليّة الإسلاميّة

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على خاصيتيّ المصادقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية. ومناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية بالضرورة تقوم على تطوير مستوى الجوانب الشرعيّة من جهة. والتي أكّد مجمع الفقه الإسلامي على ضرورة إستحضار المقاصد الشرعية، عند الإجتهد المتعلق بالهندسة المالية الإسلامية⁵. ومن جهةٍ أخرى تطوير الجانب التقني المتعلق بالكفاءة الاقتصادية، من خلال تطوير منتجات وأدوات بديلة لمثيلتها التقليدية، تلتزم بالمصادقية الشرعية في نفس الوقت. وهناك طريقتان لتطوير المنتجات الإسلامية:

1- محاكاة المنتجات غير الإسلامية: وهو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة الإسلامية

اليوم. فالمحاكاة تعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج الإسلامي، وهي النتيجة نفسها التي يحققها المنتج الربوي، ثم يتم توسط سلع (معدن أو أسهم أو غيرها) غير مقصودة، لا للجهة المصدرة للمنتج المالي ولا للعمل، بهدف الحصول في النهاية على

¹ يعقوب الباحثين، رفع الحرج في الشريعة الإسلامية دراسة أصولية تأصيلية، مرجع سبق ذكره، ص 279.

² العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 150.

³ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 172.

⁴ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁵ قرار رقم: 167 (5/18)، المقاصد الشرعية ودورها في استنباط الأحكام، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثامنة عشرة، ماليزيا، من 24 الى 29 جمادى الآخرة 1428 هـ الموافق لـ 9 الى 17 يوليو 2007، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء 3، ص (1809).

النتيجة المطلوبة، وهي النقد الحاضر مقابل أكثر منه لأحد الطرفين¹. وبغض النظر عن الحكم الشرعي لمنتجات منهج المحاكاة، فإن لها مزايا ولها سلبيات.

• **مزاياها:** أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، بحيث لا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، ويقتصر الأمر على تقليد المنتجات الرائجة في السوق، من خلال توسيط السلع.

• **سلبياتها:** في المقابل فإن للمحاكاة سلبيات وهي²:

- أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا قيمة إقتصادية من ورائها. وبذلك تصبح عائقاً أمام المؤسسات المالية، دون أن تحقق قيمة مضافة، وإنما مجرد تكلفة إضافية يتحملها العميل. لتكون بذلك المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات الربوية مع تحقيقها للنتيجة نفسها.

- إن إستعمال منهج المحاكاة سيعرض المنتجات الإسلامية لنفس مشكلات المنتجات التقليدية بحيث ستعاني الصناعة الإسلامية في النهاية من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية.

- إنَّ فالمنتج الربوي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة محددة. فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها (وهو القرض بفائدة) سيؤدي بالصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها وهو ما يجعل الصناعة المالية الإسلامية تابعة للصناعة الربوية.

إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي. ولكم لا بد من الحرص على التفريق بين إقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة والربوية.

2- **الأصالة والابتكار:** وهو المنهج الثاني لتطوير المنتجات الإسلامية من خلال البحث عن الإحتياجات الفعلية للعملاء، والعمل على تصميم منتجات مناسبة لها. ويتطلب هذا المنهج

¹ السويلم ابراهيم سامي، المنتجات المالية الإسلامية بين الابداع والتقليد، مجلة الاقتصادية، 11/08/1427 هـ / 04/09/2006م، ص22، متاح على الموقع: <https://www.noor-book.com/%D9%83%D8%AA%D8%A7%D8%A8-pdf>

² السويلم ابراهيم سامي، المنتجات المالية الإسلامية بين الابداع والتقليد، مرجع سبق ذكره، ص23-24

دراسة مستمرة لإحتياجات العملاء، وبالتالي فهو أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية¹. ومن أهم ميزاته أنه يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، ويحقق مقاصد التشريع، ويحفظ شخصية ومبادئ الصناعة الإسلامية بإعتبارها الحلّ والمخرج لمشاكل الإقتصاد الوضعي.

وهي المنهج الذي شجعت عليه الشريعة الإسلامية، لقول الرسول صلى الله عليه وسلم: (مَنْ سَنَّ فِي الْإِسْلَامِ سُنَّةً حَسَنَةً، فَلَهُ أَجْرُهَا، وَأَجْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، مِنْ غَيْرِ أَنْ يَنْقُصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْءٌ، وَمَنْ سَنَّ فِي الْإِسْلَامِ سُنَّةً سَيِّئَةً، كَانَ عَلَيْهِ وِزْرُهَا وَوِزْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا مِنْ بَعْدِهِ، مِنْ غَيْرِ أَنْ يَنْقُصَ مِنْ أَوْزَارِهِمْ شَيْءٌ)² رواه مسلم. فهذا الحديث الشريف يمثل الأساس الأول في الحثّ على الإبداع والإبتكار. وقد تضمنت الشريعة الإسلامية المبادئ الضرورية لقيام الهندسة المالية، وشجعت على الإبتكار، وبينت الأسس التي يمكن من خلالها توجيه وترشيد عملية الإبتكار المالي، بما ينفع المسلمين ويحقق المصلحة الشرعية³.

الفرع الثالث: ضوابط الهندسة المالية الإسلامية

تخضع الهندسة المالية الإسلامية أساسا إلى ضابطين رئيسيين، أولهما عدم مخالفتها للشرع، وهو جوهر إختلافها عن الهندسة المالية التقليدية. ثم سلامتها من العيوب الشكلية للعقود.

1- عدم مخالفة الهندسة المالية الإسلامية للشرع: ويكون ذلك من خلال:

- عدم مخالفة النص الشرعي: حيث أنّ مخالفتها للنصوص الشرعية يخرجها عن كونها هندسة مالية إسلامية، إلى هندسة مالية تقليدية. ويتحقق عدم مخالفة النص الشرعي من خلال تجنب كل ما حرّمه الشرع الحنيف، كالوقوع في معاملات تشمل الربا والغرر، أو الوقوع في معاملات البيعتين في بيعة واحدة وغيرها.
- عدم كونها حيلة للتوصل إلى الحرام: كما يجب وينبغي الحرص على أن لا تكون الهندسة المالية الإسلامية حيلة للتوصل إلى الحرام، لأنّ المفاصد الموجودة في المحرم، موجوده في

¹ السويلم ابراهيم سامي، المنتجات المالية الإسلامية بين الابداع والتقليد، مرجع سبق ذكره، ص25.

² الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب العلم، باب من سنّ سنة حسنة، حديث رقم 1017، ص2059.

³ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

التحايل عليه، مع زياده المكر والخديعة¹. ومن أبرز صور التحايل على الحرام، من يقصد الوصول للربا عن طريق بيع العينة أو غيرها. قال ابن القيم: "وأما ما تواطأ فيه على الربا المحض، ثم أظهرها بيعاً غير مقصود لهم البتة، يتوسلان به إلى أن يعطيه مائة حالة بمائة وعشرين مؤجلة، فهذا ليس من التجارة المأذون فيها، بل من الربا المنهي عنه"²

- **عدم كونها ذريعة للتوصل إلى الحرام:** ومن ما يشتمل عليه ضابط عدم مخالفة الشرع أيضاً، الحرص على عدم كون الهندسة المالية الإسلامية ذريعة للتوصل للحرام، قال ابن القيم: "لما كانت المقاصد لا يتوصل إليها إلاّ بأسباب وطرق تقضي إليها، كانت طرقها وأسبابها تابعة لها معتبرة بها. فوسائل المحرمات والمعاصي في كرهتها والمنع منها بحسب إفضائها إلى غاياتها، فوسيلة المقصود تابعة للمقصود"³. ومما يدل على النهي عن التذرع للوصول إلى المحرم ما جاء عن أبي داوود والترمذي عن عبد الله بن عمرو بن العاص رضي الله عنهما قال، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم (لَا يَجِلُّ سَلَفٌ وَبَيْعٌ). وذلك أن الجمع بينهما ذريعة إلى الربا⁴. وفي المتفق عليه عن عمر رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (لَعَنَ اللَّهُ الْيَهُودَ حُرِّمَتْ عَلَيْهِمُ الشُّحُومُ فَجَمَلُوهَا وَبَعَوْهَا)⁵ رواه مسلم.

2- سلامة الهندسة المالية الإسلامية من العيوب الشكلية للعقود: وتتحقق هذه السلامة بـ:

- **عدم الجمع بين العقود المتناقضة:** فإذا كان العقدان المكونان للعقد المركب متناقضان فلا يجوز إجتماعهما في عقد واحد، سواء كان الجمع بين عقدين متضادين أو شرطين متضادين في عقد واحد، فالنهي عن شرطين في بيع، وعن بيعتين في بيعة يدل على النهي عن الشروط والعقود المتنافية والمتضادة⁶. فالمحظور إذا إنّما هو الجمع بين عقدين مختلفين في

¹ ابن تيمية تقي الدين احمد، مجموعة الفتاوى، باب الربا، الجزء التاسع والعشرون، 445/29، ط3، دار الوفاء للطباعة والنشر، المنصورة، مصر، 1426هـ/2005م، ص244.

² ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر، تحقيق محمد حامد الفقى، اغاثه اللهفان من مصادد الشيطان، الجزء الثاني، فصل الرد على من استدل بآية التجارة الحاضرة على جواز الخيل الباطلة على الربا، الطبعة الثانية، دار المعرفة، بيروت، لبنان، 1395هـ/1975م، ص105.

³ ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر، تحقيق محمد عبد السلام إبراهيم، أعلام الموقعين عن رب العالمين، الجزء الثالث، فصل في سد الذرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 1411هـ/1991م، ص108.

⁴ ابن القيم، أعلام الموقعين عن رب العالمين، مرجع سبق ذكره، ص119.

⁵ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة، باب تحريم بيع الخمر والميتة والخنزير والاصنام، حديث رقم 1582، ص1207.

⁶ السويلم ابراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص30.

- الشروط والأحكام، إذا ترتب على ذلك تناقض أو تضاد في الموجبات والآثار¹. وهذا يكون في حالة توارد العقدين على محل واحد في وقت واحد². ومن أمثلة ذلك الجمع بين هبة عين وبيعها للموهوب، أو هبتها وإجارتها³، أو الجمع بين المضاربة وإقراض المضارب رأس مالها⁴.
- **عدم كونها مجرد تغيير في التكييف الفقهي للمعاملات المحرمة:** حيث حرّم الشرع بعض المعاملات لما يترتب عليها من مفسد عاجلة وأجلة، والتغيير الفقهي لها لا يدفع هذه المفسد بل يكون سببا في زيادتها لزيادة المتعاملين بها. فهناك بعض المعاملات المحرمة كالفائدة على الودائع المصرفية، والتي رأى جمهور العلماء المعاصرين، والمجامع الفقهية، والهيئات الشرعية أنها عبارة عن فائدة مقابل القرض فهي ربا محرم. إلا أنّ بعض الآراء الفقهية تبيح هذه الفوائد عن طريق تغيير تكييفها الفقهي، بأنها وديعة⁵، أو تصنيفها على أنها مضاربة⁶، أو أنّها جعالة. أو تكيفها على أنها معاملة جديدة والأصل في المعاملات الحلّ، إلى غير ذلك. وكل هذه التكييفات الفقهية لا تغير حقيقة هذه المعاملة ولا المفسد التي تترتب عليها، فينبغي على الفقيه المهتم بهندسة العقود المالية أن ينظر إلى ما تؤول إليه المعاملة، وأن يعطي الأسماء حقيقتها، وأن لا يتكلّف في تلبسها اللباس الشرعي وهي ليست من الشرع⁷.
- **عدم كونها مجرد قيود شكلية:** حيث أنّ عدم مراعاة القيود والشروط في المعاملات التي يتم هندستها هندسة مالية إسلامية، يجعلها مجرد قيود شكلية، ويكون سببا في الوقوع في بعض المحرمات، وهو ما يؤكد على أهمية الدور الذي تقوم به هيئات المراقبة الشرعية، لتعزيز ثقة الناس بالمنتجات الإسلامية⁸.

¹ نزيه حماد، العقود المركبة في الفقه الإسلامي، دار القلم، دمشق، سوريا، 2005، ص 31.

² العمراني عبد الله بن محمد، العقود المالية المركبة (دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية)، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط 2، 1431 هـ/2010 م، ص 185

³ نزيه حماد، العقود المركبة في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

⁴ نزيه حماد، نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵ العمراني عبد الله بن محمد، المنفعة في القرض-دراسة تأصيلية تطبيقية-، دار كنوز إشبيليا، الرياض، ط 2، 1431 هـ/2010 م، ص 385.

⁶ القرضاوي يوسف، فوائد البنوك هي الربا الحرام، دار الصحوة للنشر، ط 3، 1415 هـ/1994 م، ص 46.

⁷ ابن تيمية تقي الدين، تحقيق محمد عبد القادر عطا ومصطفى عبد القادر عطا، الفتاوى الكبرى، المجلد السادس، كتاب إقامة الدليل على

إبطال التحليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 1408 هـ/1987 م، ص 54.

⁸ العنزري مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 237.

المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية للصكوك

نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم التصكيك الإسلامي، مع إظهار الفرق بين التوريق بالمفهوم العام، والتوريق التقليدي والتصكيك. ثم نتطرق إلى أهم تطبيقات التي تقوم الهندسة المالية الإسلامية على إبتكارها وتطويرها، في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية، مع التركيز على الصكوك كتطبيق من تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية. وذلك من خلال تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

المطلب الأوّل: مفهوم التصكيك الإسلامي

لقد نشأ التوريق منذ بداية السبعينيات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية ومنها إنتقل إلى أوروبا وإنتشر في باقي دول العالم مع بداية التسعينات. إلا أنّ التوريق مصلح عام، فيقصد به المفهوم التقليدي والمعروف بالتسديد، والذي يختلف عن التوريق في المفهوم الإسلامي، والذي يطلق عليه مصطلح التصكيك.

الفرع الأوّل: مفهوم التوريق

أ- التوريق لغةً: هو مصدر للفعل "ورق" بفتح الراء وله معان كثيرة: فيقال أُوْرَقَ فلان كثر ماله، وهو المال والفضة والدراهم المضروبة منها¹، والوْرَقُ المال من الدراهم والإبل والغنم وغير ذلك، وهو المال كله. الوْرِقُ بكسر الراء هو الفضة². والوْرَاقُ: الكثير الدراهم³.

ب- التوريق اصطلاحاً: أطلق علماء الإقتصاد (التوريق) عموماً على عملية تجميع القروض والمستحقات المالية المتجانسة، والمضمونة بأصول والمدرة لدخلٍ، وجعلها في صورة دين واحد ثم بيعها إلى مؤسسة ذات غرض وحيد لتقوم هذه المؤسسة بإعادة بيعها للمستثمرين على شكل أوراق مالية في صورة أسهم أو صكوك أو سندات، مغطاة ومضمونة في سوق الأوراق المالية. فالمؤسسة المالية التي تقوم ببيع هذه الحقوق المالية لمنشأة متخصصة ذات غرض خاص، تهدف إلى إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

¹ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مرجع سبق ذكره، ص1026.

² ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص4816.

³ الفيروزآبادي، القاموس المحيط، مرجع سبق ذكره، ص1747.

وسميت هذه العملية توريقاً لأنّ بها يتحول الدين المجمع لدى المؤسسة المالية إلى أوراق مالية (سندات) وبدلاً من وجود دائن واحد، وهو المؤسسة المالية، تتوزع الدائنية على العديد من حملة الأوراق، ويصبح ملاكها مالكيين للأصول المورقة بدلاً من المؤسسة، كل حسب عدد ما يملكه منها. ولا بد من ذلك أن نفرق بين المفهوم التقليدي للتوريق والمفهوم الإسلامي له.

التوريق التقليدي: ويطلق عليه أيضاً التسنييد (من السندات) وهو الترجمة العربية لكلمة Securitization والمشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية، التي تعنى عملية تحويل القروض المصرفية أو العمليات المالية الأخرى الغير قابلة للتداول إلى أوراق مالية قابلة للتداول، من خلال تجميع أدوات الدين، ثم إصدار أوراق مالية جديدة يدعمها مجمع أدوات الدين¹.

والتوريق تقنية مستحدثة تهدف إلى حشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول، في صورة دين واحد معزز إئتمانياً، ثم عرضه من خلال منشأة مخصصة للإكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور، لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون، وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية².

ويعرف كذلك على أنه: "جعل الدين المؤجل في ذمّة الغير (في فترة ما بين ثبوته في الذمّة وحلول أجله)، في صورة صكوك قابلة للتداول في السوق الثانوية. وبذلك يمكن أن تجري عليه عمليات التبادل والتداول المختلفة، وينقلب إلى نقود ناصّة، بعد أن كان مجرد إلّزام في ذمّة المدين"³.

ويعرف أيضاً على إنّه إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة، تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين⁴.

ويعرف أيضاً على أنّ مصطلح التوريق يستخدم لتمثيل العملية التي يتم بموجبها تجميع الأصول المالية معاً، مع تدفقاتها النقدية، وتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول يتم وضعها في السوق، أي أنّها تقنية تستخدم لتحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية¹.

¹ إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (UASA)، قاموس المصطلحات المالية الأكثر استخداماً بالأسواق المالية، الإمارات العربية المتحدة، 2018، ص 81. متاح على الموقع: <https://www.cosob.org/ar/glossaire>

² حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون: الممارسة والاطار القانوني، مؤتمر اسواق الاوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، العين، 2007، ص 4.

³ نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والإقتصاد، دار القلم، دمشق، سوريا، الطبعة الاولى، 1421هـ/ 2001م، ص 214

⁴ Robert Ferrandier et Vincent Kôen, **Marchés de capitaux et Techniques financières**, 4ème édition, Paris, Economica, 1997, p.169.

ويشير التوريق "إلى بيع الأصول، التي تولد تدفقات نقدية، من الكيان الذي يمتلكها إلى كيان آخر تم إنشاؤه خصيصاً لهذا الغرض، وهو أسلوب تمويل منظم يسمح بتقديم الائتمان مباشرة من خلال عمليات السوق بدلاً من الوسطاء الماليين. يتمثل العنصر الأساسي في التوريق في أن التزام المصدر بالسداد للمستثمرين مدعوم بقيمة مجموعة من الأصول المالية أو الدعم الائتماني المقدم من طرف ثالث في المعاملة"².

كما يعرف أيضاً على أن: "التوريق هو القيام بتحويل مجموعة من الديون المتجانسة من حيث الآجال والفوائد إلى أوراق مالية (سندات دين) تعرض للإكتتاب فيها"³.

وجميع التعريفات للتوريق وإن اختلفت الصياغة إلا أن مدلولها واحد، حيث تتناول الأصول محل التوريق و عملية نقلها لشركة التوريق التي تصدر بها سندات وتطرحها على المستثمرين للإكتتاب فيها بالشراء، ويلاحظ على هذا الإتجاه في تعريف التوريق أنه لا يشمل التوريق في المؤسسات المالية الإسلامية التي يكون محل التوريق فيها الموجودات العينية والمنافع، الأمر الذي يتطلب تعريفاً خاصاً للتوريق الإسلامي والذي أختير له مصطلح التصكيك⁴.

وقد شاع مصطلح "التوريق المصرفي" في الأوساط المالية التقليدية، ويمكن مقابله بمصطلح "التصكيك" في المؤسسات المالية الإسلامية، وإن كان الغرض متقارباً إلا أن المضمون متباين إلى حد كبير، أو هكذا ينبغي أن يكون .

الفرع ثاني: التصكيك الإسلامي

التصكيك في اللغة: من الصك الذي يكتب للعهد، أو كتاب الإقرار بالمال، أو الذي يكتب في المعاملات⁵ وبالتالي فهو ورقة مكتوبة تثبت لحاملها أو صاحبها حقاً في مال.

¹ João Pinto and Paulo Alves, **The economics of securitization: evidence from the European markets**, Investment Management and Financial Innovations Volume 13, Issue 1, 2016, p-p 111-125, p113.

² Fabozzi, F., Davis, H., and Choudhry, M, **Introduction to Structured Finance**, Wiley Finance, New Jersey, USA, 2006, p66.

³ القره داغي، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1430هـ/2009م، ص3.

⁴ محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1430هـ/2009م، ص4.

⁵ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص2474.

وفي الإصطلاح: يستخدم لفظ الصكّ في الفكر المالي التقليدي، كما يُشاع استخدام الصك والصكوك في العمل المالي الإسلامي، ويعبر بها عن الورقة المالية التي تثبت حقاً لصاحبها في ملكية شائعة لموجود أو موجودات، ومنها التصكيك أي تحويل الموجودات إلى صكوك وطرحها للبيع. وبالتالي فإن مصطلحات التوريق والتصكيك مترادفة، كما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية حيث: "يطلق التوريق عليه التصكيك والتسنيّد، وهو تقسيم الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها".¹

وعرّفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي على أنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات..."²

ويقصد بالتصكيك عموماً إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:³

- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم مدينة أخرى، بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.
- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية.
- إصدار الأوراق المالية إلى المستثمرين.

ويقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول (غير السائلة والمُدرة لدخل يمكن التنبؤ به) التي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول، خلال

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الإلكترونية - ساب SAAB - الخدمات المصرفية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2017م، ص 489.

² قرار رقم 178(4/19)، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ 26 إلى 30 أبريل 2009م، متاح على الموقع:

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2300.html>

³ المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، متاح على الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية https://www.ifs.org/ar_published.php

فترة معينة. وعبر التوريق يمكن للمؤسسات المالية الولوج إلى سوق النقد للاستفادة منه، وتوفير السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تمكنها من تحقيق أهدافها بدقة¹. ولقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423هـ/2002م بإختيار تسمية التصكيك بديلا عن التوريق الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات، وهو ما يأخذ به التطبيق فعلا في المؤسسات المالية الإسلامية².

الفرع الثالث: الفرق بين التوريق والتصكيك³:

تظهر أهم الفروقات بين التوريق والتصكيك من عدة جوانب:

- أ- تقوم الصكوك على موجودات قائمة حقيقية، ومالك الصك يملك نسبة شائعة في الأعيان المستثمرة، بينما التوريق يقوم في العادة على القروض والذمم المدينة.
- ب- محل التوريق يتسع لجميع أنواع السلع والمنافع والخدمات الجائز تملكها، وكذا ديون المرابحة والاستصناع، مع ملاحظة الضوابط الشرعية المتعلقة بهذه الديون.
- ت- تنقل الهيكله كل حقوق ملكية الموجودات من المنشئ عبر المصدر إلى المستثمرين، وحسب النظام القانوني المعمول به، وهناك أربعة شروط أساسية لكي يتم إعتبار صفقة ما بيعا حقيقيا يؤدي إلى نقل الملكية النفعية⁴:

- 1- يجب أن يكون النقل بشكل لا يمكن أن تعتبره محكمة أو هيئة أخرى على أنه قرض مضمون
- 2- ويجب أن لا يؤثر إفلاس أو إعسار المنشئ على الموجودات التي تم نقلها إلى الكيان المصدر، وهذا يعني بدوره أن المصدر سوف يكون قادرا على تنفيذ التحصيل والحقوق الأخرى مقابل مصادر الدخل دون أي معيقات ناتجة عن إفلاس أو إعسار المنشئ.
- 3- يجب أن تكون عملية النقل قابلة للإتمام بشكل كامل بناء على إختيار المصدر

1 فتح الرحمن علي محمد صالح، ادوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجله المصري، بنك السودان المركزي الإدارة العامة للسياسات والبحوث والإحصاء، العدد 26، مارس 2002م، ص4.

2 علاء الدين زعتري، الصكوك (تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار)، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان -الأردن، 18 و19/07/2010، ص8.

3 هشام محي الدين مسالخي، التوريق والتصكيك، بحث منشور على academia، 2019، على الموقع:

<https://aul.academia.edu/SHHishamMuhieddineMassalkhi>

4 المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سبق ذكره، ص ص15-16.

4- يجب أن يتم البيع بشكل كامل وخالٍ من جميع الرهونات السابقة
حكم التوريق والتصكيك:

التوريق أو التسنيذ المعمول به في البنوك والشركات التقليدية لا خلاف على حرمة، وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة، قرار رقم 101(4/11) ونصه: "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه؛ لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل"¹.

والنظر الفقهي يقتضي التفريق بينه وبين التوريق بالمفهوم الإسلامي، والمعروف بالتصكيك والذي نتناوله في الفصل الثاني، بشيء من التفصيل بين أحكام إصدار الصكوك وتداولها وإستردادها، في حالات ما إذا كانت هذه الصكوك ممثلة لنقود، أو ديون، أو لأعيانٍ ومنافع، أو لخليط من النقود والديون وأعيان المنافع والحقوق المعنوية.

المطلب الثاني: الهندسة الإسلامية وتطبيقاتها

الفرع الأول: أهم تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على إبتكار عقود وأدوات أو تطويرها، في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية وتستخدم في هندستها الحيل، والمخارج الشرعية، والرخص الشرعية، والاستحسان، وسدّ الذرائع، وتركيب العقود. حيث أنّ من تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية ما لاقى إجماعاً على مشروعيتها، ومنها ما هو موضع خلاف بين الفقهاء. ومن بين أهم تطبيقاتها:

- أوجدت الهندسة المالية الإسلامية بيع الإستجرار إذا كان ثمن السلعة في السوق يتفاوت تفاوتاً يسيراً، أو كان موحداً في السوق لينتفع المشتري في تأخير السداد، وينتفع البائع في كثرة العملاء.

- أنتجت الهندسة المالية الإسلامية السفتجة، لينتفع به المقرض والمقترض معاً، المقرض ينتفع بأمن خطر الطريق في نقل دراهمه، وينتفع المقترض أيضاً بالوفاء وأمن خطر الطريق.

¹ قرار رقم 101(4/11)، بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية عشر، المنامة، البحرين، من 25 إلى 30 رجب 1419 هـ الموافق لـ 14 إلى 19 نوفمبر 1998م، المتاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

- الهندسة المالية الإسلامية الموصوفة في الذمة لتحقيق مصالح للمؤجر والمستأجر، فالمؤجر يضمن تأجير العين قبل وجودها، وحصوله على النقد عاجلا او مقسطا قبل تسليم العين، والمستأجر ينتفع بأنه قد لا يجد النقد لبناء عين ذات مواصفات معينة فيتمكن عن طريق الإجارة الموصوفة في الذمة أن يتعاقد مع مؤجر مقدر يحقق له ذلك.
- الهندسة المالية الإسلامية أنتجت السلم الموازي للمصالح الكبيرة التي يحققها، فعن طريقه يتم تمويل المنتجين ويدفع عنهم مشقة العجز المالي، عن تحقيق إنتاجهم. كما يتيح تمويل صغار المنتجين الزراعيين والصناعيين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.
- الهندسة المالية أنتجت الإستصناع الموازي لدوره الكبير في تنشيط الصناعة وفتح مجالات واسعة للتمويل والنهوض بالاقتصاد الإسلامي.
- الهندسة المالية الإسلامية أوجدت بيع المرابحة للأمر بالشراء اذا كان الوعد غير ملزم، أو كان ملزما وكان البيع لموصوف في الذمة.
- الهندسة المالية الإسلامية أوجدت الإجارة المنتهية بالتملك، للمصالح التي تحققها لطرفي المعاملة، فالمشتري يحصل على أعيان بسهولة ومرونة لا تتحقق بعقد البيع العادي، والبائع يضمن حقه فمتى أخذ المشتري بالأقساط له إسترداد العين المؤجرة.
- الهندسة المالية الإسلامية أوجدت المشاركة المنتهية بالتملك، للمصالح التي تحققها للمشاركين فهي أحد مصادر البنوك الإسلامية وفيه إعانة للمشاركين معها في تحقيق مشاريعهم.
- الهندسة المالية الإسلامية أوجدت البطاقات الائتمانية المغطاة وغير المغطاة، والتي حذف منها شرط الزيادة الربوية للمصالح التي تحققها. فهي تحقق الأمان لحاملها من سرقة النقود أو ضياعها مع يسر حملها، أما البطاقات الائتمانية غير المغطاة التي لم يحذف منها الشرط الربوي فإن الهندسة المالية فيها لا تعد إسلامية وهي سبب في تحريمها لما تشتمل عليه من الزيادة الربوية على أصل الدين.

الفرع الثاني: الصكوك كتطبيق من تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية

إستطاع المهندسون الماليون بالمؤسسات الإسلامية، تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تراعي إعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية. ومن أبرز ما تحقق من خلال الهندسة المالية الإسلامية نجد فكرة الصكوك كبديل للسندات القائمة على الفائدة.

وقد أوجدت الهندسة المالية الإسلامية التصكيك كبديل للتسديد أو التوريق التقليدي، للمصالح التي يقدمها، فهو أداة مهمة لتنشيط الاقتصاد الإسلامي¹، وسد الحاجات التمويلية. وتطوير وهندسة الصكوك من أحسن البدائل للسندات متى ما روعيت فيه الضوابط الشرعية². وإضافة إلى أنواع الصكوك التي توجد إلى اليوم بإمكان الهندسة المالية الإسلامية إيجاد أنواع أخرى من الصكوك، سواء مبتكرة جديدة أو إنطلاقاً من تلك الموجودة.

وتعدّ الصكوك الإسلامية البديلة للسندات جائزة بالإجماع، فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن السندات: " أنه من بدائل السندات المحرمة إصدار أو شراء أو تداول السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط إستثماري معين بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنّما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك، ولا ينالون هذا الربح إلاّ إذا تحقق فعلاً"³.

وتختلف أحكام الصك تبعاً لإختلاف العقد أو الصيغ الإستثمارية التي صدر الصك على أساسها، فصكوك المضاربة تحكمها أحكام المضاربة، وصكوك الإجارة تحكمها أحكام الإجارة. و هذا في سائر العقود الإسلامية⁴. وبما أنّ الصكوك الإسلامية بديل شرعي عن السندات، فلا بد أن تبتعد كل البعد عن الربا والتعامل به لذا يجب مراعاة الأمور التالية⁵:

¹ قره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية -دراسة فقهية وإقتصادية، ط1، دار البشائر الاسلامية، بيروت، لبنان، 2007، ص 291

² الخليل احمد بن محمد، الاسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، ط1، الدمام، المملكة العربية السعودية، 1424هـ/2003م، ص ص 328-329.

³ قرار رقم 60(11/6)، بشأن السندات، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة السادسة، جدّة، المملكة العربية السعودية، من 17 إلى 23 شعبان 1410هـ الموافق لـ 14 الى 20 مارس 1990م، مجلة المجمع، العدد السادس، ج2، ص1273، والعدد السابع ج1، ص73. المتاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1813.html>

⁴ النعيمي يحيى بن حمد، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تمويل راس المال العامل، رسالة دكتوراه، جامعة اليرموك، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، إربد، الأردن، 2010، ص199.

⁵ قرار رقم 178(4/19)، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره.

- **أولاً:** إذا كانت التداول قبل العمل في المشروع فتطبق عليه أحكام الصرف لأنه مبادلة مال بمال.
 - **ثانياً:** إذا كان التداول بعد العمل بالمشروع وموجوداته ديوناً، فيأخذ أحكام التعامل بالديون، أما إذا كانت موجودات المشروع مختلطة من النقود فإنه يجوز تداول الصكوك وفق السعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب فيها الأعيان والمنافع.
 - **ثالثاً:** لا يجوز أن يضمن مُصدر الصك راس المال بأن يتعهد بشرائها من حملتها بالقيمة الإسمية بعد الإصدار، أو أن يضمن له ربحاً مقطوعاً أو منسوباً إلى راس المال، فلا بد من الإستواء في الغنم والغرم.
 - **رابعاً:** لا يجوز إصدار صكوك لا يتصور دخولها في ملكية حملة الصك، لأنّ البيع سيكون صورياً والربح الحاصل لحامل الصك ربح ما لم يضمن¹.
- وسنتناول موضوع الصكوك بتفصيل أكثر في الفصل الثاني.

1 الحقييل مساعد، ربح ما لم يضمن دراسة تأصيلية تطبيقية، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1431هـ / 2010م، ص 364.

خاتمة الفصل

تضمّن هذا الفصل الأول الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية، حيث ورد فيه التعريف بالتمويل الإسلامي الذي يقوم على جملة من المبادئ والقيم، التي تحفظ خصوصيته وتشكل إطاراً محدداً للمعاملات المالية الإسلامية. بقصد حفظ المال من جانب الوجود بجلب المصلحة منه، وحفظه من جانب عدم بتعطيل المفسدة منه. وذلك بإحترام أسس الهندسة المالية الإسلامية كتحريم الربا والغرر، حرّية التعاقد، التيسير ورفع الحرج، الاستحسان والإستصلاح والتحذير من بيعتين في بيعة واحدة.

ولا تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية، إلاّ بجعلها موافقة للشريعة الإسلامية. فهي إبتكار وتطوير أدوات وآليات وحلول تمويلية في إطار الضوابط الشرعية. وتخضع الهندسة المالية الإسلامية في ذلك لخاصيتين أساسيتين، هما المصادقية الشرعية بأن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج عن الخلاف الفقهي قدر المستطاع. بالإضافة إلى خاصية الكفاءة الاقتصادية، حيث ينبغي لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة إقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، وأن تتجنّب المساعدة في زيادة الآثار الإقتصادية السلبية. وتحقق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية. وتقوم مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية على تطوير منتجات وأدوات شرعية بديلة لمثلثتها التقليدية. وذلك إمّا عن طريق منهج محاكاة المنتجات غير الإسلامية، وهو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة الإسلامية. حيث تحدّد النتيجة المطلوبة من المنتج الإسلامي سلفاً، وهي النتيجة نفسها التي يحققها المنتج الربوي، مع تكيفها بما يتوافق مع الشريعة، من خلال توسيط السلع. وهو ما يمكن أن يعرّض المنتجات الإسلامية لنفس مشكلات المنتجات التقليدية. أو عن طريق إستعمال منهج الأصالة والابتكار من خلال البحث عن الإحتياجات الفعلية للعملاء، والعمل على تصميم منتجات مناسبة لها. والذي يحفظ شخصية ومبادئ الصناعة الإسلامية بإعتبارها الحلّ والمخرج لمشاكل الإقتصاد الوضعي. وقد إستطاعت الهندسة المالية الإسلامية تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية، لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تراعي إعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية. حيث أوجدت التصكيك كبديل للتسديد أو التوريد التقليدي، من خلال فكرة الصكوك، وهو ما سنتطرق إليه بشكل أكثر تفصيلاً في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

الإطار النظري للصكوك الإسلامية

مقدمة الفصل

تسعى الهندسة المالية الإسلامية لتقديم حلولٍ لمشكلات التمويل التقليديّة، من خلال إبتكار وتطوير منتجات مالية قائمة على العمل وفق إطار عام يحكمه الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث أن مجالات التمويل الإسلاميّ عموماً تلتزم بخلوّ أنشطتها من المخالفات الشرعيّة، إضافةً إلى ضرورة الإلتزام كافة أدواتها ومعاملاتها بالضوابط والأحكام الفقهيّة المتعلقة بالمال. وتُعد الصكوك الإسلامية أدواتٍ أخذت حصة هامة في مجال الهندسة المالية الإسلامية ويبرز ذلك من خلال تعدد وتطور الصيغ المبتكرة للإصدار الصكوك.

ويهدف هذا الفصل إلى دراسة الجانب النظريّ للصكوك الإسلامية بداية بالتطور التاريخيّ لفكرة التصكيك، وصولاً إلى المفهوم الحاليّ للصكوك الإسلامية. ثم يتناول خصائص الصكوك الإسلامية التي تتفرد بها وتميزها عن باقي الأدوات والأوراق المالية. وأهميتها كبديل يوفر مزايا للمتعاملين بها، وللأسواق المالية والإقتصاد بشكل عام. ويتطرق المبحث الثاني إلى أنواع الصكوك الإسلامية وفق عدة إعتبرات، مع الإهتمام بالتصنيف وفق معيار صيغة التمويل الإسلامية المنشئة للصك، إضافة لتصنيفها حسب ملكية الموجودات، آجال إستحقاقها، طبيعة العائد وكذلك حسب الجهة المصدرة لها. أمّا المبحث الثالث فقد خصص لإستكمال التعريف بالصكوك الإسلامية من ناحية، آليات إصدارها وتداولها وإستردادها، من خلال التّعريف بالأطراف المتدخلة في عملية التصكيك، وإجراءاتها. وأخيراً الضوابط الشرعية المرافقة لمراحل إصدار وتداول وإسترداد الصكوك الإسلامية. وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

من خلال هذا المبحث سنحاول التطرق للتصكيك كفكرة، ثم مراجعة التطور التاريخي لمفهوم الصكوك الإسلامية لغة وإصطلاحاً كما عرفتتها الهيئات الإسلامية المهتمة بالتمويل الإسلامي، وكما عرفها أهم الباحثين في هذا المجال. وإستكمالاً للتعريف بالصكوك سنبرز خصائصها وأهميتها كأداة مالية لمستعملها وللأنظمة والأسواق المالية. وقد تم تقسيم المبحث الأول إلى مطلبين:

المطلب الأول: مفهوم الصكوك ونشأتها

الفرع الأول: تاريخ الصكوك الإسلامية ونشأة فكرة التصكيك

على الرغم من إعتبار الصكوك أداة مالية معاصرة، إلا أن الإمام مالك (عليه رحمه الله) قد ذكر استخدام الناس لفكرة التصكيك في كتابه "الموطأ" في عهد الخالفة الأموية.¹ حيث جاء في كتابه: عن مالك أنه بلغه، أن صكوكاً أخرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار، فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن ثابت، ورجل من أصحاب رسول (صل الله عليه وسلم) على مروان بن الحكم، فقال: "أتحل بيع الربا يا مروان؟ فقال: أعوذ بالله، وما ذاك؟ فقال: الصكوك تبايعها الناس، ثم باعوها، قبل أن يستوفوها، فبعث مروان الحرس، يتبعونها، ينزعونها من أيدي الناس، ويردونها إلى أهلها."²

فقد استخدمت المجتمعات الإسلامية في فترة ما قبل العصر الحديث الصكوك كأشكال من الأوراق التي تمثل الإلتزامات المالية الناشئة عن الأنشطة التجارية، بإعتبارها أدوات إئتمان مكتوبة. وقد عُثر على مثل هذه الأدوات المكتوبة في وثائق * Genizah القاهرة، وهي وثائق تم تخزينها في المساجد والمعابد اليهودية في الشرق الأوسط، حيث كانت تدفن أو تخزن لإحتوائها على لفظ الجلالة إمّا

¹ الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، ترجمة كرسى سابع لدراسات الاسواق المالية الإسلامية، النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، منشورات كرسى سابع لدراسات الاسواق المالية الإسلامية -نسخة الكترونية-، 1435هـ/2014م، ص444.

² الإمام مالك بن انس، الموطأ (كتاب البيوع باب العينة وما يشبهها)، حديث رقم 44، أخرجه محمد فؤاد عبد الباقي، دار احياء الكتب العربية، القاهرة، 1370هـ/1951م، الجزء الثاني، ص641.

* جنيزا أو جنيزة (وتلفظ بالجيم المصرية) و هو لفظ عربي (الجنيزة) استعمله اليهود بمعنى الدفن أو الدفينة هي مجموعة الأوراق والوثائق التي لا يجوز اتلافها أو إهمالها وفقاً للديانة اليهودية، وخصوصاً إذا تضمنت اسم الله، وإنما يتم تخزينها في غرفة معزولة في الكنيس وقد عُثر على جنيز القاهرة في معبد بن عزرا سنة 1864م.

بالعربية أو بالعبرية. وقد أشارت هذه الوثائق إلى وجود الصك أو Sakk في القرن الثاني عشر ميلادي¹، وهي حوالات مالية مشابهة لشكل شيكات العصر الحديث، تتضمن المبلغ الواجب دفعه، والأمر، والتاريخ، وإسم المصدر. وقام التجار اليهود بنقل هذه الصكوك من العالم الإسلامي إلى أوروبا بمفهوم ومصطلح Sakk. وتعتبر الكلمة الانجليزية check حسب (De Vroede 1981) مشتقة من الكلمة العربية صك. وتعد الصكوك بذلك مصدر إلهام للشيكات الحديثة.

أما في العصر الحديث فقد طرأت فكرة التصكيك على ساحة العالم الاقتصادي، في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري. ومنها انتقلت إلى باقي دول العالم في بداية التسعينات. فالتصكيك منذ أول ظهوره قام على فكرة بيع القروض والديون وتداولها. بهدف ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها².

وأما الصكوك الإسلامية، كفكرة، والتي تقوم على قاعدتي (الغنم بالغرم) و(الخراج بالضمان) فالقاعدة الأولى تقضي بأن العائد أو الربح على رأس المال (حصيلة إصدار الصكوك) أي الغنم، لا يحل إلا إذا كان صاحب رأس المال (حامل الصك) قد عرضه للمخاطرة، أي عرضه للغرم. أما القاعدة الثانية فتقضي بأن الخراج وهو العائد أو الغلة لا يحل إلا في مقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر، أي تحمل تبعات الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت. فقد نشأت الصكوك بهذا المفهوم الإسلامي، في أواخر السبعينيات، فقد كانت أبرز المحاولات التي وضعت اللبنة الأولى للصكوك الإسلامية، هي تلك الدراسة التي قدمها "الدكتور سامي حمود" بعنوان "سندات المقارضة" ضمن إنشاء مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت، رقم 3 لسنة 1978³، والذي قدّم تعريفا لها، ثم تابع تطبيق هذه الفكرة "الدكتور عبد السلام العبادي" من خلال دراستها في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية حيث إعتمدت سندات المقارضة أسلوبا مناسباً وشرعياً لإعمار الممتلكات الوقفية وتحديثها، وتم

¹ Udovitch Abraham. L, "Bankers without Banks: Commerce, Banking, and Society in the Islamic World of the Middle Ages" in Centre for Medieval and Renaissance Studies, UCLA (ed), The Dawn of Modern Banking (New Haven & London: Yale University Press, 1979), p.p.268–269

² بدوي، عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المتعدّد في دبي، سنة 2007 م. ص3.

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012، ص65.

تأصيل قواعدها وإخراجها بصورة مبدعة متميزة على أساس من اجتهاد فقهي معاصر، تبلور في قانون سندات المقارضة المؤقت رقم (10) لسنة 1981. وقد عرضت هذه السندات في حينها على مجمع الفقه الإسلامي الذي أجازها من الناحية الفقهية.¹ وتغزرت فكرة الصكوك في عام 1983م بعدما إتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف بنك "إسلام ماليزيا" وهو أول بنك إسلامي في ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزينة، كونها مخالفة للشريعة الإسلامية. ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا.²

إضافة لمحاولات أخرى، تمثلت في شهادات المضاربة المطلقة والمقيدة التي ظهرت في باكستان، و التي صدر بشأنها قانون شركات التمويل بالمضاربة في عام 1980. والذي نظم آليات تسجيل شركات الإدارة والبنوك والمؤسسات المالية على أنها شركات مضاربة. وتبعه بعدها إصدار شهادات مضاربة من طرف (37) شركة مضاربة.³

وفي عام 1990، تم إصدار واحدة من أولى إصدارات الصكوك من قبل Shell MDS في ماليزيا.⁴ ثم تلى ذلك إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، من قبل البنك المركزي السوداني في عام 1999م، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ "الغنم بالغرم"، وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموماً، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم. إلا أن الإنطلاقة النشطة لإصدارات الصكوك كانت ابتداءً من سنة 2000م.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك (تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار)، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان -الأردن، 18 و 19/07/2010، ص13.

متاح على الموقع: <https://iefpedia.com/arab/?p=20594>

² أحمد جابر بدران، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2017، ص13.

³ سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، ط2، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، الإسلامي للتنمية، جدة، 1419هـ/1998م، ص 27.

⁴ Essia Ries Ahmed, Md Aminul Islam, Fathyah Hashim, Sukuk -History-And-Development (Chapter), In Book: Handbook Of Research On Theory And Practice Of Global Islamic Finance (Pp.704-731), Igi Global, 2020, Page710.

https://www.researchgate.net/publication/338778041_Sukuk_-_History-And-Development_Chapter

وقد تطورت الصكوك الإسلامية من حيث تعريفها أنواعها هيكلها وتنظيماتها، على مدى سنوات وصولاً لمفهومها الحالي. ولا زالت إلى اليوم محل بحث وتطوير، من خلال الدراسات والأبحاث والفتاوى، والعمل الدائم للهيئات المختصة والمهتمة بمجال الصكوك الإسلامية. ويمكن رصد تطور الصكوك كأداة تبعا لتطور مفاهيمها التي أصدرتها هذه الهيئات على شكل قرارات ومعايير. والتي نذكرها فيما يلي حسب تسلسلها التاريخي من 1986م إلى 2018:

- في سبتمبر سنة 1977: طرح الدكتور سامي حمود أولى التعريفات لفكرة سندات المقارضة عند عرضه لها ضمن مشروع البنك الاسلامي.
- في أكتوبر سنة 1986: تم إصدار القرار رقم 22(10/3)¹، بشأن سندات مقارضة وسندات التنمية والاستثمار، من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي. و الذي تضمن تكليف الأمانة العامة للمجتمع بالإهتمام بضرورة بحث إستكمال جميع جوانب الموضوع، وتغطية كل تفصيلاته والتعرف على جميع الآراء فيه.
- في فبراير سنة 1988: تم إصدار القرار رقم 30(3/4)² بشأن سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار، من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA) والذي حدد العناصر الواجب توفرها بوجه عام في الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة.
- في مارس سنة 1990: تم إصدار القرار رقم 60 (6/11)³، الصادر أيضاً عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المتعلق بتحريم السندات مع تحديد موجبات التحريم، وتقديم الصكوك القائمة على أساس المضاربة بديلاً مشروعاً، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً.

¹ قرار رقم: 22 (3/10)، سندات المقارضة وسندات التنمية والاستثمار، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة، عمان الاردن، من 8 إلى 13 صفر 1407هـ، الموافق ل 11 إلى 16 أكتوبر 1986م، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء 3، ص 1809، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1683.html>

² قرار رقم: 30 (4/3)، سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، جدة المملكة العربية السعودية، من 18 إلى 23 جمادى الآخرة 1408 هـ الموافق ل 6 إلى 11 فبراير 1988م، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء 3، ص 1809). متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1713.html>

³ قرار رقم: 60 (6/11)، سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 1273.

- في يناير سنة 2002: أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.¹
- في ماي 2003: قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، وهي هيئة عالمية مستقلة لا تهدف لتحقيق الربح. أنشئت سنة 1990م في الجزائر، وتم تسجيلها سنة 1991 في البحرين². قامت هذه الهيئة بإصدار معيار شرعي لصكوك الإستثمار، والمعروف بالمعيار رقم 17، الذي يحدد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها، والمبادئ الأساسية لإصدار و تداول جميع أنواع الصكوك. والذي تقوم الهيئة بتحيينه كل ما إستجد أمر متعلق بالصكوك.
- في مارس 2004: صدور القرار رقم 137 (15/3)³، من طرف مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، حول صكوك الإجارة والذي تناول إصدار الصكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك على من أشتريت منه تلك الأعيان. وحكم إصدار الصكوك وتداولها في الإجارة الموصوف في الذمة.
- في يناير سنة 2009: قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، بإصدار المعيار رقم 07، الخاص ب: "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والإستثمارات العقارية"⁴ والذي تطرق لهياكل الصكوك وأطرافها، مخاطر مؤسسات الخدمات المالية المتعلقة بالتصكيك ومتطلباته إضافة إلى آليات معالجة التعرض لمخاطر التصكيك لأغراض رأس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الإئتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك ومعالجة التعزيز الإئتماني.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك (تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار)، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: <https://aaoifi.com>

³ قرار رقم 137 (15/3)، صكوك الإجارة، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الخامسة عشرة، مسقط، سلطنة عُمان من 14

الى 19 المحرم 1425هـ الموافق ل 6 الى 11 مارس 2004م. متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2148.html>

⁴ المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، متاح على الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية

الإسلامية: https://www.ifsb.org/ar_published.php

- في مارس 2009: صدور القرار رقم 178 (19/4)¹ الخاص بالصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، والذي يعد من أهم قراراته المنظمة للصكوك. حيث تناول بدقة مفهوم التوريق والتصكيك. إضافة لتحديده لخصائص الصكوك وأحكامها، ومناقشة فكرة التطبيقات المعاصرة للصكوك. وقد أوصى هذا القرار السلطات التشريعية في الدول الأعضاء بإيجاد الإطار القانوني المناسب والبيئة القانونية الملائمة والحاكمة لعملية التصكيك، من خلال إصدار تشريعات قانونية ترعى عمليات التصكيك بمختلف جوانبها وتحقق الكفاءة الإقتصادية والمصادقية الشرعية بشكل عملي.
- في سبتمبر 2012: صدور القرار رقم 188 (20/3)² المتعلق بإستكمال موضوع الصكوك الإسلامية، عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي. و الذي وضع ضوابط عامة من خلال التأكيد على ضرورة أن تستوفي الصكوك الإسلامية الفروق الجوهرية بينها وبين السندات الربوية من حيث الهيكله والتصميم والتركيب، وأن ينعكس ذلك على آليات تسويق الصكوك وتسعيرها، وعدم جواز التعهد للمضارب أو الشريك أو الوكيل. و إمكانية التحوط من مخاطر رأس المال في الصكوك، من خلال التأمين التعاوني أو التكافلي المنضبط بقواعد الشريعة الإسلامية. إضافة لموضوع التعهدات، الإجارة الموصوف في الذمة، التداول، وأثر هذه القرارات على العقود السابقة. وهو ما يبرز تطور مفهوم الصكوك وما يتعلق بها. حيث رفع المجلس الحرج عن المجتمع مؤكداً على أن القرارات التي تصدر عن المجمع تسري من حين صدورها ولا تؤثر على ما سبقها من العقود ومن جملتها الصكوك التي صدرت بإجتهد أو فتوى معتبرة شرعاً.

¹ قرار رقم 178 (19/4)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق لـ 26 إلى 30 إبريل 2009م، متاح على الموقع <https://www.iifa-aifi.org/ar/2300.html>

² قرار رقم 188 (20/3)، استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة العشرين، وهران، الجزائر، من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متاح على الموقع <https://www.iifa-aifi.org/ar/2348.html>

- في نوفمبر 2013: صدور القرار رقم 196 (21/2)¹، الخاص بإستكمال موضوع الصكوك الإسلامية الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي. وتناول أحكام تأجيل الأجرة في الإجارة الموصوفة في الذمة، إلى جانب، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد، وبعض حالات إصدار الصكوك.
- في افريل 2017: صدور المعيار رقم 19² المبادئ الإرشادية لمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي(الصكوك وبرامج الإستثمار الجماعي الإسلامي)، الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية. والذي يبرز دخول الصكوك كمفهوم لمرحلة جديدة من خلال تجاوز التعريف والأنواع إلى المبادئ العامة للإفصاح المتعلقة بأحكام الشريعة والمتعلقة بهيكل الصكوك.
- في نوفمبر 2018: صدور القرار رقم 228 (23/12)³، المتضمن إقتراحات اللجنة التي شكلتها أمانة المجمع لبحث بعض قضايا الصكوك، الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي، والذي تناول مسائل بيع العينة المحرمة شرعاً، وإمكانية التعهد بإطفاء الصكوك في الإجارة المنتهية بالتملك بقيمتها الإسمية.
- وقد ساهمت كل هذه القرارات والمحطات في بلورت فكرة الصكوك الإسلامية المتعارف عليها اليوم، المتعددة الصيغ والخاضعة لأحكام وتنظيمات خاصة بها.

الفرع الثاني: تعريف الصكوك الإسلامية

- 1- الصكوك لغةً: الصكوك في اللغة جمع "صك"، وقد ورد في معاجم اللغة هذا اللفظ بعدة مفاهيم، حيث جاء بمعنى الضرب ، لما جاء في قوله تعالى: ((فَكَفَّكَتْ وَوَجَّهَهَا)) (الذريات:

¹ قرار رقم: 196 (21/2)، استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرين، الرياض، المملكة العربية السعودية، من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق لـ 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، متاح على الموقع:

<https://www.iifa-aifi.org/ar/2385.html>

² الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: <https://aaofii.com/>، مرجع سبق ذكره.

³ قرار رقم: 228 (23/12)، إقتراحات لجنة أمانة مجمع الفقه الإسلامي الدولي لبحث قضايا الصكوك، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة والعشرين، المدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، من 19 إلى 23 صفر 1440هـ، الموافق لـ 28 أكتوبر إلى 1 نوفمبر 2018م. <https://www.iifa-aifi.org/ar/4901.html>

الآية 29) اي لطمته. ويقول ابن منظور في لسان العرب "الصَّكُّ: الضَّرْبُ الشديد بالشيء العريض، وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صَكَّهُ يَصُكُّهُ صَكًّا"¹. والمعنى الآخر للصك هو الكِتَابُ: هو لفظ فارسي معرب². أصله جَكُّ، والصك الذي يكتب للعهد والجمع أَصْكَ، وصِكاكٌ وصكوكٌ، وكانت الأرزاق تسمى صكاكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة³. وورد في كتاب المُعْرَبُ للمطرزي: أنه كتاب الإقرار بالمال أو غيره⁴.

2- الصكوك اصطلاحاً: قدمت الهيئات والمنظمات التي تعنى بمواضيع التمويل الإسلامي

مجموعة من التعاريف، لتقريب مفهوم الصكوك الإسلامية. والتي نوجز أهمها فيما يلي: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الصكوك 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 الاكتتاب وبدء إستخدامها فيما أُصدِرَت من أجله"⁵.

وعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) الصكوك على أنها: " جمع صك ويشار لها عادة بسند إسلامي، والصكوك هي شهادات، يمثل كل صك حق ملكية بنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري محدد وفقاً لأحكام الشريعة"⁶.

و عرفها أيضا مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA) على أنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁷.

وإضافة لذلك فقد وضع الباحثون والمهتمون بموضوع الصكوك، تعاريف متعددة لتحديد مفهومها، أهمهم:

¹ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 2474.

² الرازي، مختار الصحاح، مرجع سبق ذكره، ص 154.

³ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 2475.

⁴ المطرزي ابو الفتح ناصر الدين، تحقيق محمود فاخوري وعبد الحميد مختار ، المُعْرَبُ ، مكتبة اسامة بن زيد، حلب سوريا، ط1، 1399هـ/1979م، ص478.

⁵ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار ، مرجع سبق ذكره، ص 467.

⁶ المعيار رقم 7، متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، مرجع سبق ذكره، ص3.

⁷ قرار رقم 30 (3/4)، سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 149.

الدكتور منذر قحف والذي عرفها بأنها "وضع موجودات دارّة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية"¹.

كما يرى الدكتور عبد الستار أبو غدة أن "الصكوك حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. ويترتب على ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها"².

وقد أضاف الدكتور اشرف دوابه بأنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في موجودات معينة ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والإلتزام بالضوابط الشرعية"³.

ومن خلال التعاريف التي ذكرنا، يمكننا أن نعرف الصكوك على أنها: أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول بالطرق المشروعة، يتم إنشاؤها من حصيلة إكتتاب، تثبت ملكية صاحبها لحصة شائعة في أصل يولد دخلاً، يشكل هذا الأصل أعياناً أو منافع، أو خدمات، أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري، و يتم إصدارها وفق عقد شرعي.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأهميتها

الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية

تتفرد الصكوك الإسلامية بخصائص وسمات تميزها عن غيرها من الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية. وهو ما جعلها تحظى بالقبول العام في الأسواق المالية. إضافة إلى أنها تشترك في بعض الخصائص مع أدوات أخرى تقليدية. ويمكن أن نوضح خصائص الصكوك فيما يلي:

1- الإلتزام بالضوابط الشرعية

يشترط في الصكوك الإسلامية أولاً توافقها التام مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك جوهر وجود الصكوك كبديل شرعي للأدوات التقليدية وللسندات خاصة. وينبغي لهذا الإلتزام أن يرافق الصكوك من بداية إختيار

¹ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، بحث رقم 27، جدة، 1420هـ / 2000م، ص34.

² عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، جدة، ج 2، 2002، ص 81.

³ أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة و التوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2009، ص20.

طبيعة النشاط الذي ستصدر من أجله، إلى عملية الإصدارها وما يترتب عنها، وكذا الحرص على تداولها وفق طرق مشروعة ومراعية لصيغة إصدار الصك ، وإلى غاية إطفائها. وتصدر الصكوك وفق صيغ شرعية متعددة، تلزم كل أطراف العقد الشرعي، بأحكام تختلف باختلاف صيغ الصكوك.

2- تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة

تصدر الصكوك الإسلامية بقيم إسمية متساوية، تمثل في مجموعها قيمة ما أصدرت لأجله. أي أنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية مال معين، وذلك تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها وتوزيع نتائج استثمارها¹. وتتحدد قيمتها الإسمية في العقد، أو نشرة الإصدار.² كما لا يقبل الصك التجزأة، وفي حالة آل الصك الواحد لأكثر من شخص في حالة الميراث مثلاً. فلا بد لمن اشتركوا في صك واحد أن يتفقوا على ممثل واحد لهم أمام الشركة.

3- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للإستثمار

تمثل صكوك الإستثمار حصة شائعة في ملكية مال، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا المال قد يكون عيناً أو منفعة عين، وقد يكون نقوداً، أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل المال الذي تمثل الورقة حصة فيه، وقد يكون المال مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من ذلك كله.³ وتتمثل الحقوق التي تترتب على ملكية الصك في: حق الرقابة، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين، والحق في نصيب من الأرباح والإحتياجات، وحق التنازل عن الصك، وحق التصرف فيه إلا بما يمنعه القانون أو ما هو مُلتزم به في نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق إقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.⁴

4- المشاركة في الغنم و الغرم

يتحمل حاملوا الصكوك مخاطر الإستثمار في الصكوك التي يملكونها كاملة، ويتحمل كل منهم الخسارة بقدر حصته من الصكوك، في حال خسارة المشروع أو إفلاسه أو هالك رأس ماله. كما

¹ محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مداخلة ضمن مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26 إلى 30 أبريل 2009م، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة ، ص 4.

² القره داغي، صكوك الإستثمار تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010 ، ص 11.

³ محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 4.

⁴ القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط2، 2009م، ص 339.

يتحصل حامل الصك الإستثماري، على حصة من الربح حسب ملكيته. فهم يشاركون في غنمها حسب الإتفاق المُبين في نشرة الإصدار.¹

5- قابلية الصكوك للتداول

تعتبر الصكوك من حيث المبدأ قابلة للتداول، أي للبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية، بإعتبار أنها تمثل حصة شائعة في رأس المال، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه.² غير أن تداولها يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، فإن كانت أعيانا أو منافع فإن التداول يتم حسب العرض والطلب، أو الإتفاق من حيث السعر، أما إن كانت الموجودات الممثلة للصكوك لا تزال مقابل ديون فقط كصكوك المرابحة أو السلم، فلا تتداول إلا بشروط الديون، أو كانت نقودا فقط فلا تتداول إلا بشرط الصرف. وبذلك فكل صيغة أحكام تداول خاصة تجب مراعاتها.³

6- انتفاء ضمان المضارب أو الوكيل أو الشريك

تتعارض صيغ المضاربة، المشاركة والوكالة مع الضمان، فلا يتحمل مصدر الصكوك الخسارة، إلا إذا ثبت عنه تقصير أو تعد كما لا يجوز أن يضمن أحد حملة الصكوك غيره، لأن هذا ما يحول العملية إلى ربا.⁴ ولا يدخل ضمن هذا المنع الضمان من طرف ثالث غير مأجور غير طرفي العقد.

7- تصدر الصكوك من جهة مالكة

يشترط في من يصدر الصكوك أن يكون مالكا للأصول أو الأعيانا أو المنافع، أو موجودات مشروعته. فهو يُسَيَّلُ موجوداته ويصدر صكوكا على أساس قيمة هذه الموجودات، لأطراف على سبيل الإستثمار.

الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية

يعكس تطور سوق الصكوك والطلب المتزايد عليها، إهتمام طالبي التمويل من أفراد ومؤسسات وحكومات، ويرجع هذا الإهتمام لأسباب متعددة نذكر منها:

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص471

² محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سبق ذكره، ص4.

³ فارس محمد زناقي، الصكوك الإسلامية: الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2014، ص57.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، مجموعة البركة المصرفية، جدة، ط1، ج11، 2010م، ص40

- **تلبية إحتياجات طالبي التمويل الإسلامي:** من وجهة النظر الشرعية، فإن الصكوك بديل مهم لجمع مدخرات المسلمين، التي لا يمكن أن تستثمر في السندات التقليدية، والأدوات المخالفة للشريعة الإسلامية. ووجودها يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين.
- **المساهمة في تطوير القطاع المصرفي:** خاصة خدمة أهداف الصيرفة الإسلامية ، مستفيدة من التحول في الدور التقليدي للبنوك، وظهور الأدوات المالية القابلة للتداول وفكرة المصرفية الشاملة بهدف تقديم الخدمات المصرفية والاستثمارية الإسلامية التي ترضي إختيارات ورغبات المدخرين، في الوقت نفسه، تسلط الضوء على الدور التنموي للبنوك الإسلامية بعيداً عن القروض بفوائد والمقامرة والمضاربة المحرمة.¹
- **الصكوك بديل لتنويع المحافظ :** من خلال خصائصها الفريدة، تعتبر الصكوك أداة ملائمة لتقليل المخاطر من خلال تنويع المحافظ الإستثمارية.²
- **المساهمة في تطوير سوق الأوراق المالية:** من خلال تعزيز المنافسة بينها وبين مختلف القطاعات المالية الأخرى. فوجود هذه الصكوك الإستثمارية يثرى السوق المالية لأنها طرف مكمل لباقي أدواتها.
- **المساهمة في تطوير الإقتصاد الإسلامي:** وتحقيق تكامل قطاعات التمويل الإسلامي، إلى جانب البنوك الإسلامية وقطاع التكافل الإسلامي، وإنعاش أسواق الصناديق الإسلامية. ما يساهم في تطوير، وتوسيع قاعدة الإستثمار الإسلامي.
- **تلبية إحتياجات الدولة في تمويل مشاريع:** من خلال تنويع وزيادة موارد الدولة، والمساهمة في تمويل المشاريع التنموية، و مشاريع البنية التحتية، بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة. إضافة لتغطية جزء من العجز في الموازنة الذي كان من المعتاد تغطيته بطباعة أوراق

¹ George Nasser Shawaqfeh, The Role Of Islamic Sukuk "Bonds" In Providing Government Nvestment Needs, International Journal Of Business And Management Review, March 2019, Vol.7, No.2, Pp.13-27, Page 16

² Sirojiddin Abrorov, The Importance Of Sukuk In The Development Of Economy: As An Example Of Its Impact On The Income Of The Malaysian Population, Journal Of Critical Reviews, 2020, Vol 7, Issue 2, Pp.776-780, Page776.

- نقدية¹. أو اللجوء إلى السحب من الإحتياطي العام، أو المديونية الخارجية بالربا، الأمر الذي ينجر عنه تراكم الديون مع الفوائد التي تمتص جزءاً من دخل الدولة وثروتها الوطنية².
- **تتيح إمكانية تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة:** من خلال جذب مدخرات جديدة قد لا تقدر على تجميعها الجهات التمويلية منفردة³. وتعتبر كذلك مورداً هاماً لتمويل الإستثمارات طويلة الأجل.
 - **تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات:** وتعزيز مراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها⁴، فهي تغطي جزءاً هاماً من عجز الموازنة بشكل غير مباشر عن طريق زيادة الإستثمارات في الموازنة الإستثمارية.
 - **زيادة تمويل مشاريع الشركات:** الصكوك بديل مبتكر يتيح للمؤسسات الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها، دون فتح رأس مالها لمساهمين جدد ودون تحمل عبء السندات كدين في ذمتها.
 - **تنويع آليات البنوك المركزية:** تتيح الصكوك الإسلامية الفرصة أمام البنوك المركزية لإستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في إمتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
 - **تتيح للبنوك الحصول على موارد من خارج النظام المصرفي:** ما يساهم في تسهيل منح قروض جديدة، إضافة لتحسين المواءمة بين آجال الأصول والإلتزامات⁵.

¹ وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2015م، ص18.

² أمل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مطبعة تونس قرطاج- الشرقية، الطبعة الأولى، تونس، 2017، ص96.

³ الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض و تقويم)، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي و المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، من 10 إلى 12 جمادى الآخرة 1431هـ الموافق لـ 24 إلى 26 ماي 2010م، جدة، ص4.

⁴ رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بدلاً عن السندات التقليدية، دار طيبة الخضراء، الطبعة الأولى، مكة المكرمة، 1440هـ/ 2019، ص44.

⁵ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، مرجع سبق ذكره، ص4.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

تتعدد إعتبارات تصنيف الصكوك الإسلامية، فيمكن تصنيفها حسب صيغ التمويل الإسلامي، وهي أكثر التصنيفات شيوعاً، والتي تتيح إبراز مدى تنوع الصكوك الإسلامية. وتصنف أيضاً حسب إعتبار ملكية الموجودات محل التصكيك وهي النقطة التي تثير الكثير من الجدل والخلافات القانونية والشرعية. كما تصنف الصكوك أيضاً حسب آجال إستحقاقها، جهة إصدارها، وطبيعة العائد المتأتي منها. ونحاول من خلال هذا المبحث تناول أنواع الصكوك حسب إعتبارات مختلفة كما يلي.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل الإسلامية

تصنف الصكوك حسب صيغ التمويل الإسلامي إلى أربعة عشر صيغة (14) مختلفة، وهو تصنيف وضعته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر في سنة 2007، و يشهد إضافات وتعديلات، آخرها إصدار 2017. ويعد التصنيف حسب الصيغة الإسلامية من أهم التصنيفات وأكثرها شيوعاً. وهو الذي يُبرز تنوع الصكوك الإسلامية في مقابل صيغة وحيدة تقليدية وهي الإقراض بالفائدة. ويضم هذا التصنيف ثلاث مجموعات رئيسية:

1. صكوك المشاركة:

1.1. مفهومها: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار¹. و تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويجوز أن تكون الأرباح حسب الاتفاق ولو اختلفت عن حصة ملكيتهم، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم². والمصدر لصكوك المشاركة هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكاتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 470.

² بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 09، 2011، ص 256.

الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات ذ الشركة بغنمها وجرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.¹

2.1. مشروعيتها: الشركة مشروعة بأدلة من الكتاب والسنة.

- من الكتاب: قوله تعالى ((فَإِنْ كَانُوا أَحْزَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِيهِ الثُّلُثِ)) (النساء: الآية12). وقوله تعالى ((قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعْتِكَ إِلَيْ نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ)) (سورة ص: الآية24) و المقصود بالخطاء هم الشركاء.

- من السنة: ورد في الحديث القدسي: ((إِنَّ اللَّهَ تَعَالَى يَقُولُ: أَنَا تَالِثُ الشَّرِيكِينَ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَهُ خَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا)) رواه أبو داود وغيره.

3.1. صورها: يذكر المعيار (17) ضمن المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة

والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أن صكوك المشاركة تدار وفق ثلاث أوجه وهي:

أ- **صكوك الشركة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها. وهي بدورها لها العديد من الأنواع منها:

- **الأسهم بجميع أنواعها:** بشرط ان تكون حلالا، وأن تستثمر في مشاريع ونشاطات لا تخالف الشريعة الإسلامية².

- **صكوك المشاركة المستمرة:** تطرح صكوك مشاركة في مشروع مستمر في العمل، وحملة الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال العمر الغير محدد للمشروع. وتشبه كثيرا الاسهم³.

- **صكوك المشاركة المؤقتة:** هي صكوك لمشروع محدد بمدة زمنية معينة ، تنتهي بإنهاء المشروع أو الموسم أو إنتهاء المدة المتفق عليها، وتسترد فيها القيمة الإسمية للصكوك إما بالتدريج، أو بتعيين زمن محدد، أو تكون منتهية بالتمليك.

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 474.

² سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية - كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟- ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، العدد 21، السنة السابعة، 2003، ص80.

³ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا، منشورات كرسي سابق لدراسات الاسواق المالية الإسلامية -نسخة الكترونية-، ، 1434هـ/2013م، ص29.

- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف حاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من الرصيد الذي مل يستحق بعد.
- **صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك:** حيث يقوم المصدر في نهاية المشروع، بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية.

ب- صكوك المضاربة: عرفها منذر قحف على أنها " وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. وتقوم على تقاسم الربح حسب الاتفاق المحدد في نشرة إصدار الصكوك، أما الخسارة فتوزع بحسب نسبة رأس المال، ولا يشارك حملة الصكوك في الإدارة شأنهم في ذلك شأن أرباب المال في عقد المضاربة"¹. و صكوك المضاربة حسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي "أوراق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو من غيرهم لإدارتها"². و عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كلاً منهم"³، وتعتبر صكوك المضاربة أول أنواع الصكوك، والتي عرفت بصكوك المقارضة. والمصدر لصكوك المضاربة هو المضارب، والمكاتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت"⁴.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 241.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 474، ص 470.

³ قرار رقم: 22 (3/10)، سندات المقارضة وسندات التنمية والاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 1809.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 475.

مشروعيتها: المضاربة صيغة مشروعة بالكتاب والسنة.

- من الكتاب: قوله تعالى: ((وَأَخَذُونَ بِضُرْبُونَ فِيهِ الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ)) (المزمل: الآية 20). واعتُرض على هذه الآية: أنها ليست من باب العام، فتشمل الضرب في الأرض بأنواعه، ومنه المضاربة، بل هي مطلقة، تحتل الضرب في الأرض للمضاربة، وغيرها، وإذا صدق بصورة من صورته على الضرب في الأرض لغير المضاربة، فلا يتعين أن يحمل على المضاربة؛ لأنه محتمل له ولغيره.¹

- من السنة: ورد في السنة الشريفة أدلة عديدة على مشروعية المضاربة، عن صُهَيْبِ رضي الله عنه قال: قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم- : (ثَلَاثٌ فِيهِنَّ الْبَرَكََةُ الْبَيْعُ إِلَى أَجَلٍ وَالْمُقَارَضَةُ وَأَخْلَاطُ الْبُرِّ بِالشَّعِيرِ لِلْبَيْتِ لَا لِلْبَيْعِ)² (رواه بن ماجه). وقد روي ان (النبي -صلى الله عليه وسلم- ضارب لخديجة رضي الله تعالى عنها بمالها إلى الشام، وأنفذت معه عبدها ميسرة).³

صورها: تأخذ صكوك المضاربة أوجهاً متعددة منها⁴:

- 1- صكوك المضاربة المطلقة: وهي التي لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً وإنما يخول المضارب الصلاحيات في اختيار المشروع المناسب حسب خبرته، بحيث لا تلتزم جهة الإصدار بأي قيد، فيكون له الحق في الإستثمار المطلق بلا قيود .
- 2- صكوك المضاربة المقيدة: يخصص حملة الصكوك مشروعاً معيناً للإستثمار بأموال المضاربة ولا يحق له الخروج عنها ومحدداً بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع، حيث تقيد جهة الإصدار بقيود إن خالفها تعتبر متعدية ومن ثم ضامنة.⁵

¹ عبدالرحمن بن فؤاد الجار الله، شركة المضاربة في الفقه الإسلامي، مكتبة نور الكترونية، 2019. ص12. متاح على الموقع:

[/https://www.noor-book.com](https://www.noor-book.com)

² ابن ماجه، سنن ابن ماجه (كِتَابُ التِّجَارَاتِ، بَابُ الشَّرِكَةِ وَالْمُضَارَبَةِ) مرجع سبق ذكره، رقم768، ص2289.

³ الامام الشافعي، تحقيق علي عبد الحميد بلطجي ومحمد وهي سليمان، كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار، دار الخير، الطبعة الاولى، بيروت، 1413هـ/1991م، ص287.

⁴ بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص255.

⁵ منذر قحف، سندات القراض وضامن الفريق الثالث وتطبيقها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 1، جدة، 1409هـ/1989م، ص45.

- 3- **صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:** حينما يسترجع حملة الصكوك القيمة الاسمية مع الأرباح -إن وجدت- في مدة زمنية محددة يستردون خلالها جزء من رأس المال مع كل مرة توزع فيها الأرباح فضلاً عن أرباحهم، لحين إسترداد كامل رأس المال، وتقول ملكية المشروع لجهة الإصدار.¹
- 4- **صكوك المضاربة المستردة آخر المشروع:** يحصل حملة الصكوك على الأرباح دورياً مع إعتبار الربح والخسارة في معادلة توزيع الأرباح، وبعد نهاية المدة الزمنية للمشروع يتم توزيع القيمة الإسمية للصكوك
- 5- **صكوك مضاربة منتهية بتملك المشروع:** في هذه الحالة يحصل حملة الصكوك القيمة الإسمية للصكوك على سبيل التعويض بعد إنتهاء المشروع بشكل تملك للمشروع حسب الحصة.
- 6- **صكوك المضاربة القابلة للتحويل:** يمكن طرح صكوك مضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى أو بتغير مجال التجارة والمضاربة أو نحو ذلك، مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول. ويجوز تداول هذه الصكوك بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى الموجودات بثمن مؤجل.²

ج- **صكوك الوكالة بالإستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها³. وتصدر الصكوك من طرف فرد أو مؤسسة تمثل الوكيل بالإستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاككتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وجرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد⁴.

2. صكوك المرابحة:

1.2 مفهومها: المرابحة بمفهومها العادي القديم بمعنى زيادة الكسب. وتتكون من طرفين هما البائع والمشتري، ويتم البيع مباشرة دون الحاجة إلى وعد. حيث أن البائع يشتري السلع قبل وجود المشتري. والصورة المعاصرة للمرابحة هي المرابحة للأمر بالشراء. ولهذه المعاملة ثلاث

¹ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² حامد اسحاق احمد الامين، الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير تخصص الاقتصاد والمصارف الاسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الاردن، 2005، ص 55.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 470.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 475.

أطراف هم: البائع والمشتري والبنك بإعتباره وسيطاً بينهما، والذي لا يشتري السلعة إلى بعد صدور وعد مسبق من المشتري بشرائها.¹

وعرّفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المرابحة بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك"² وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة مرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة. وفي هذه الحالة فإن المصدر هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكاتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الشراء، ويملك حملة الصكوك السلعة بمجرد شراء الصكوك لها مرابحة، وبذلك يستحقون ثمن بيعها³، ويجب أن تكون بضاعة المرابحة في ملك وحياسة مدير الإصدار بصفته وكياً عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ التسليم للمشتري مرابحة، ويكون ربح حملة الصكوك في الفرق بين ثمن شراء البضاعة مرابحة ودفع مصروفها نقداً و ثمن بيعها للمشتري مرابحة على أفساط مؤجلة⁴ .

وبما أن هذه الصكوك تقوم على مبدأ المرابحة الذي ينتج ديناً في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته لأن الديون تقضى بأمثالها.⁵

2.2. مشروعية المرابحة: المرابحة بمفهومها القديم مشروعية بأدلة: من الكتاب والسنة.

- من الكتاب: لقوله تعالى ((لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَخْلاً مِّن رَّبِّكُمْ)) (البقرة: 198). والمرابحة ابتغاء للفضل والزيادة.

- من السنة: أجاز رسول الله صل الله عليه وسلم البيع بأكثر من راس مال السلعة في قوله: ((إِذَا اخْتَلَفْتُمْ هَذِهِ الْأَصْنَافُ، فَبِيعُوا كَيْفَ شِئْتُمْ، إِذَا كَانَ يَدًا بِيَدٍ))⁶. إلا أن الصيغة المعاصرة والتي ترتبط بها صكوك المرابحة، لا تزال محل خلاف بين مجيز ومانع.

¹ امل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 176.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 469.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 474.

⁴ بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 256.

⁵ اشرف دوبه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁶ الامام مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري ، تحقيق محمد فؤاد عبدالباقي: صحيح مسلم، الجزء الثالث، كتاب المساقاة، حديث رقم 1587، دار احياء التراث العربي، بيروت، ط1، 1374هـ/ 1955م. ص 1211.

- آراء الفقهاء¹: اختلفت آراء الفقهاء في حكم المرابحة للأمر بالشراء ، والتي تعددت مسمياتها، فسموها(المرابحة المركبة، بيع المواعدة، المرابحة المصرفية، المواعدة على المرابحة). وقد رأوا أن حكمها يختلف باختلاف صورها وهي:
- أ- **المواعدة غير الملزمة للطرفين** : ويمكن تقسيمها إلى حالتين: مواعدة غير ملزمة مع عدم ذكر مقدار الربح ، ومواعدة غير ملزمة مع ذكر مقدار الربح أما الحالة الأولى فالظاهر جوازها عند الحنفية ، والمالكية ، والشافعية ، والحنابلة. وأما الحالة الثانية فجازة عند الحنفية، والشافعية، والحنابلة، ومحرمة عند المالكية. وهاتان الحالتان يكاد يكون جوازهما محل إجماع بين المعاصرين

ب- **المواعدة الملزمة للطرفين أو لأحدهما**: وهي محل خلاف بين المعاصرين على قولين:

- **القول الاول**: الإباحة والصحة ، وذهب إليه جماعة من العلماء ، وبه جاءت توصية مؤتمر المصرف الإسلامي بدبي ، وفتوى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي.
- **القول الثاني**: التحريم والبطلان ، وهو قول جماعة من العلماء ، وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته الخامسة.

3. صكوك السلم:

مفهومه: السلم هو أخذ عاجل بأجل². أو عقد موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض بمجلس العقد³. وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"⁴. وبذلك تصبح الصكوك ممثلة لدين السلم الذي هو دين عيني بمقدار محدد من سلعة معينة، سيتم إستلامها عند حلول الأجل المتفق عليه. وترتبط صكوك السلم عادة بالسلم الموازي أو بالوعد الملزم بالشراء من طرف ثالث، يؤمن لحامل الصك عائدا مناسباً، ويشكل فارق الثمن بين السلم

¹ جعفر بن عبد الرحمن قصاص، بيع المرابحة للأمر بالشراء (دراسة فقهية)، مكتبة نور الالكترونية، 1432هـ/ 2011م، ص ص 6-7.

² ابن نجيم المصري زين الدين، تحقيق زكرياء عميرات، البحر الرائق شرح كنز الدقائق ومنحة الخالق وتكملة الطوري (كتاب البيع باب السلم)، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1418هـ/1997م، ص258. متاح ايضا لدى المكتبة الشاملة الحديثة الالكترونية على الموقع:

<https://al-maktaba.org/book/12227/2073#p5>

³ ابن العثيمين محمد بن صالح بن محمد، اخرجه ابو ايوب السليمان الشرح الممتع على زاد المستقنع، دار ابن الجوزي الطبعة: الأولى،

1422هـ/2001م، ص52. متاح ايضا لدى المكتبة الشاملة الحديثة الالكترونية على الموقع: [https://al-](https://al-maktaba.org/book/33939/3581#p3)

[maktaba.org/book/33939/3581#p3](https://al-maktaba.org/book/33939/3581#p3)

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص469.

الأول والسلم الثاني أو الوعد البديل له، الريح الثابت الذي يتحصل عليه حملة الصكوك.¹ والمصدر لصكوك السلم هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.²

مشروعية السلم: ثبتت مشروعية السلم بأدلة من الكتاب والسنة.

- من الكتاب: قوله تعالى ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَكَايْتُمْ بِحَيْثُ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَآخُذُوهُ)) (البقرة: الآية 282)

- من السنة الشريفة: روى ابن العباس رضي الله عنه عن رسول الله صل الله عليه وسلم انه قدّم رسولُ الله- صلى الله عليه و سلم- المدينة وهم يَسْلِفُونَ في التمرِ السنّتين والثلاثِ ،فنهاهم، وقال ((مَنْ أَسْلَفَ ، سَلَفًا فَلْيُسْلِفْ فِي كَيْلٍ مَعْلُومٍ ، وَوَزْنٍ مَعْلُومٍ ، إِلَىٰ أَجَلٍ مَعْلُومٍ)).³

عناصر صكوك السلم:⁴

- السلم: يطلق على العقد وعلى المسلم فيه.

- المسلم أو رب العمل: وهو المشتري أو صاحب رأس المال

- المسلم إليه: وهو البائع.

- المسلم فيه: وهو المبيع (السلعة).

- رأس مال السلم وهو الثمن.

والسلم الموازي من التطبيقات المصرفية المعاصرة ويتكون من عقدين متوازيين:

- العقد الأول: يكون المصرف فيه مسلما رب السلم ويدفع ثمن المسلم فيه المبيع معجلا لأجل مسمى وفق الضوابط والشروط الشرعية والفقهية المتفق عليها.

- العقد الثاني: يكون فيه المصرف مسلما إليه في بضاعة من جنس ومواصفات البضاعة التي كان فيها مسلما فيتقاضى ثمنها معجلا، ويكون المصرف طرف في العقدين عندما يتسلم البضاعة في العقد الأول يقوم بتنفيذ عقدة للطرف المتعاقد المسلم في العقد الثاني.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرج سبق ذكره، ص 239-240.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 473.

³ ابن ماجه، سنن ابن ماجه (كتاب التجارات، باب السلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم)، مرجع سبق ذكره، حديث رقم 2280.

⁴ سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة - المخرج، ط1، دار الفكر العربي، القاهرة، 1431هـ/2010م، ص 31.

4. صكوك الإجارة:

مفهومها: الإجارة من أجزأ يأجز وهو ما أعطيت من أجر¹، والإجارة مصطلح يفيد تملك المنفعة بعوض². وصكوك الإجارة كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي هي "سندات ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل³". وعرفها عبد الستار ابو غدة بانها: وثائق قابلة للتداول تمثل ملكية منافع اعيان مؤجرة او ملكية منافع اعيان موصوفة في الذمة او ملكية منافع اعمال معينة او ملكية منافع اعمال موصوفة في الذمة⁴.

مشروعية الإجارة: الإجارة صيغة مشروعة بالكتاب والسنة

- من القرآن: قوله تعالى: ((قَالَ لَهُ إِخْدَاهُمَا يَا أَبْتِئِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ)) (القصص: الآية 26). وقوله تعالى ((فَإِنْ أَرْضَعْنَا لَكُمْ فَاتَّوَسَّئْنَا أَجُورَهُنَّ)) (الطلاق: الآية 06)

- من السنة: روى البخاري في صحيحه من حديث أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: ((قَالَ اللَّهُ: ثَلَاثَةٌ أَنَا وَخَلْقِي بَيْنَهُمُ الْيَوْمَ الْيَوْمَ، رَجُلٌ أَعْطَى بِي ثُمَّ خَدَرَ، وَرَجُلٌ بَاعَ حُرًّا فَأَكَلَ ثَمَنَهُ، وَرَجُلٌ اسْتَأْجَرَ أَجِيرًا فَاسْتَوْفَى مِنْهُ وَلَمْ يُعْطِهِ أَجْرَهُ))⁵

أنواع الإجارة: تضم صكوك الإجارة ثلاثة أنواع رئيسية، هي:

أ- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك⁶. وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم حتى تاريخ تصفية المشروع⁷. و المصدر لصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، هو بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن

¹ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 31.

² ابن نجيم، البحر الرائق شرح كنز الدقائق ومنحة الخالق وتكملة الطوري (كتاب الاجارة)، مرجع سبق ذكره، ص 506.

³ قرار رقم 137 (15/3)، صكوك الإجارة، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره. ص 2.

⁴ عبد الستار ابو غدة، الاجارة، الطبعة الاولى، مجموعة دلة البركة، المدينة المنورة، 1998م، ص 183.

⁵ الامام البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب، صحيح البخاري، المكتبة السلفية، القاهرة، الطبعة: الأولى، 1400هـ، حديث رقم: 2227.

⁶ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 468.

⁷ ربيعة بن زيد، الصكوك الاسلامية و ادارة مخاطرها - دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للاوراق

المالية، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الاسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 62

الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.¹

ب- صكوك ملكية المنافع: وتضم بدورها:

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: فيها نوعان:²

✓ وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجازة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

✓ وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجازتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. والمصدر لصكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغمها.³

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجازة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.⁴ ويتم إصدار الصكوك للأصول غير المستأجرة (في لحظة إصدار الصك) باعتبار الوعد بإيجارها في وقت مستقبلي يشار إليه بالعقد وذلك بناء على مبدأ ((المسلمون على شروطهم، إلا شرطاً أحلّ حراماً، أو حرّم حلالاً))⁵ والمصدر صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بائع لمنفعة العين

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 472.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 468.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 473.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 468-489.

⁵ الإمام الترميذي، تاليف محمد ناصر الدين الألباني، تحقيق زهير الشاويش، صحيح الترميذي (باب ما ذكر عن رسول الله صلى الله عليه وسلم في الصلح بين الناس)، مكتب التربية العربي لدول الخليج، الطبعة: الأولى، 1408هـ، حديث رقم 1352.

الموصوفة في الذمة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وجرمها¹.

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة مسماة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك². والمصدر لصكوك ملكية الخدمات هو بائع الخدمة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة³.

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك⁴.

5. صكوك الإستصناع

مفهومها: الإستصناع لغة هو طلب الصنعة⁵. ولا يقاس عقد الإستصناع على عقد السلم، لأن عقد السلم يعجل فيه دفع الثمن، ويعتبر هذا شرطاً لصحة العقد أما في عقد الإستصناع فيصح تعجيل الثمن أو تأخيره أو ربطه بمراحل إنجاز المشروع. وعرفه الإمام السمرقندي في كتابه "تحفة الفقهاء" بأنه: (عقد على مبيع في الذمة وشرط عمله على الصانع).

وعرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإستصناع بانها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك"⁶. في هذه الحالة يكون المصدر لصكوك الإستصناع هو المشتري للعين التي يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده أو المؤسسة المالية التي تتوب عنه لإستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، بقصد الإستفادة من الفرق بين تكلفة العين و ثمن بيعها بإعتباره ربح لمالك الصك،

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 473.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 469.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 473.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 469.

⁵⁵ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 2508.

⁶ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار) ، مرجع سبق ذكره، ص 469.

والمكتتبون هم المشتررون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، وتتحدد آجال صكوك الإستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة وقبض ثمنه وتوزيعه على حملة الصكوك.¹ وتقوم صكوك الإستصناع على تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة المتعلقة بالبنى التحتية، وترتبط هذه الصكوك هي الأخرى بوعده ملزم من الشركة المصدرة بشراء الأصول المصنوعة. فهي صكوك قائمة على إنشاءات حقيقية.²

مشروعية الاستصناع: إختلف العلماء في حكم عقد الاستصناع بين مبيح وغير مبيح، وقد كان سبب هذا الإختلاف في تكييف عقد الإستصناع، حيث يرى جمهور العلماء من المالكية والشافعية والحنابلة: أن الإستصناع ملحق بالسلم، فيشترط فيه ما يشترط في السلم، وأما الأحناف: فيرون أن الاستصناع عقد مستقل بذاته وله خصائصه وأحكامه. وإعتبره أكثر الحنفية مشروعاً (ومنعه زفر لأنه بيع ما ليس عنده على وجه غير السلم).³

6. صكوك المساقاة

مفهومها: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المساقاة بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد"⁴.

والمصدر لهذه الصكوك هو مالك الأرض المشجرة ذات أصول ثابتة أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.⁵

¹ بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سابق، ص 256.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

³ امل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 170.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 474.

⁵ بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سابق، ص 257.

مشروعية المساقاة¹: اختلف الفقهاء في حكم المساقاة على أقوال، فالقول أنها جائزة شرعا هو قول المالكية والحنابلة، والشافعية. لإستدلالهم بحديث ابن عمر رضي الله عنهما أنّ رسول الله صلى الله عليه وسلم ((أَعْطَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ خَيْبَرَ الْيَهُودَ، أَنْ يَعْمَلُوهَا وَيَزْرَعُوهَا وَلَهُمْ شَطْرُ مَا يَخْرُجُ مِنْهَا))². والقول الثاني أنها مكروهة "لإبراهيم النخعي" و"الحسن". وأما "ابو حنيفة" و"زفر" فقد أفتوا بعدم مشروعيتها.

7. صكوك المزارعة

مفهومها: عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية صكوك المزارعة بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"³. والمصدر لهذه الصكوك هو مالك الأرض أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون لهذه الأرض في عقد المزارعة بأموالهم، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، وقد يكون المصدر هو المزارع والمكتتبون هم أصحاب الأرض، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض، وتمثل هذه الصكوك بعد قفل باب الإكتتاب وبداية الإستثمار والصرف على المحاصيل حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى بدء صلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها واقتسام الثمن بين مالك الأرض وحملة الصكوك لتكون عائدات صكوك المزارعة الإستثمار⁴.

مشروعية المزارعة: المزارعة كالمساقاة حكما وخلافا، فجمهور العلماء يقولون بجوازها بشروط. واستدلالاتها بمعاملة النبي صلى الله عليه وسلم أهل خيبر بشرط ما يخرج من ثمر او زرع⁵.

8. صكوك المغارسة

مفهومها: عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية صكوك المغارسة بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من

¹ محمود محمد علي محمود ادريس، جهود المالكية في تجديد صيغ عقود الاستثمار وتطويرها: التمويل بالمزارعة نموذجاً، مقال منشور في مجلة:

International Journal of Al-Turath In Islamic Wealth and Finance, Vol. 1 No. 2, 147-183, IIUM Institute of Islamic Banking and Finance, Malaysia, 2020, p166.

² الامام البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، حديث رقم: 4002.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي) - رقم 17 - صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 470.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، من 23 ماي الى 03 جوان 2009، ص 9.

⁵ امل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 133.

أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس".¹ ومصدر هذه الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكاتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.² ويمثل صك المغارسة بعد قفل الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره.³

مشروعية المغارسة: إتفق الفقهاء في الجملة على صحة المغارسة في الأشجار على سبيل الإجارة. أمّا المغارسة على سبيل الشركة بان تعطى الأرض للعامل لغرس الأشجار وتكون الأرض والأشجار بينهما، فأجازها المالكية ولم يجزها الأحناف والحنابلة، وفي المقابل يصحح الأحناف المغارسة على سبيل الشركة في الأشجار فقط.⁴

9. الصكوك الهجينة:

وهي نوع مستحدث من أنواع الصكوك، وتقوم هيكلتها على عقدين أو أكثر من العقود والصيغ الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية في نفس الوقت وضمن نفس الهيكل.⁵ وأهم هذه العقود عقود الإستصناع والمرابحة والإجارة. هذا النوع من الصكوك يسمح لمصدر الصكوك بالحصول على مصادر متعددة للتمويل من خلال اللجوء إلى صيغ متعددة من صيغ التمويل الإسلامي. ويشترط لتداول الصكوك الهجينة في الأسواق الثانوية أن لا تقل نسبة التمويل القابل للتداول شرعاً عن 51% من مجموع التمويلات بالصيغ المختلفة المكونة لهيكل الصكوك. ولا يجوز شرعاً تداول الصكوك الهجينة التي يضم مجمع أصولها أصولاً ممولاً من خلال عقد المرابحة (لأنه عقد مديونية) وعقد السلم (لأنه عقد

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 471.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 476.

³ حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁴ أمل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 136-137.

⁵ International Islamic Financial Market. (2020). Sukuk Report(A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market). Iifm,Page 184

تسليم أجل، عجل فيه الثمن) إذا كانت نسبة التمويل من هاتين الصيغتين تتجاوز 49% في مجمع الأصول.¹

ويمكن تلخيص أنواع الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل وبيان طبيعة العلاقة بين أطراف العقد المنشئ للصك كما يلي:

الجدول رقم 01: الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل وطبيعة العلاقة التعاقدية

ملكية حامل الصك	طبيعة العائد	حصيلة الاكتتاب	المكتتب في الصك	مصدر الصك	الهدف من الصك	نوع الصك	
سلعة المرابحة	ثمن بيع البضاعة	تكلفة شراء البضاعة	مشتري بضاعة المرابحة	بائع بضاعة المرابحة	تمويل شراء سلعة مرابحة	المرابحة	الصكوك القائمة على البيوع
سلعة السلم	ثمن بيع السلعة	تكلفة شراء السلعة	مشتري سلعة السلم	بائع سلعة السلم	تحصيل راس مال السلم	السلم	
العين المصنوعة	ثمن بيع السلعة الحالية او الموصوفة في الذمة	تكلفة المصنوع	المشتررون للعين المراد تصنيعها	الصانع	تمويل تصنيع سلعة	الاستصناع	
موجودات المشروع او النشاط على اساس الشيوخ بغنمها وغرمها	الربح	حصة المكتتبين في راس مال الشركة	المشاركون	طالب المشاركة منشئ المشروع	تمويل نشاط على اساس عقد شركة	المشاركة	الصكوك القائمة على المشاركة
موجودات المضاربة المشروع او النشاط. على	الربح	راس مال المضاربة	ارباب المال	المضارب	تمويل مشروعات تدار على اساس	المضاربة	

¹ الموسوعة المالية الشاملة. (25, 03, 2017). المالية الإسلامية. تاريخ الاسترداد 09 12, 2020، من الاستثمار والتمويل:

<https://www.investment-and-finance.net/arabic/islamic-finance/saad/hybrid-sukuk.html>

اساس الشيوخ بغرمها وغرمها					المضاربة		
الموجودات يتحملون الخسارة ان وقعت	الربح	المبلغ الموكل في استثماره	الموكلون	الوكيل بالاستثمار	الاستثمار	الوكالة بالاستثمار	
حصة متفق عليها من محصول الارض	الحصة المتفق عليها مما تنتجه الارض	تكاليف الزراعة	المزارعون (العمال بأنفسهم او بغيرهم)	مالك الارض او مالك منافعها	تمويل مشروع على اساس المزارعة	المزارعة	
		ثمن شراء الارض	اصحاب الارض	المزارع(صاحب العمل)			
حصة متفق عليها من محصول الاشجار	الحصة المتفق عليها مما تنتجه الارض	تكاليف العناية بالشجر	المساقون	مالك الارض التي فيها الشجر او مالك منافعها	سقي اشجار مثمرة ورعايتها على اساس عقد مساقاة	المساقاة	
		تكاليف سقاية الارض	اصحاب الارض	المساقى(صاحب العمل)			
حصة متفق عليها في الارض والغرس	الحصة المتفق عليها من الارض والشجر	تكاليف غرس الشجر	المغارسون	مالك ارض صالحة لغرس الاشجار	غرس والعناية بأشجار على اساس عقد مغارسة	المغارسة	
		ثمن الغرس	اصحاب الارض	المغارس(صاحب العمل)			
الموجودات على اساس الشيوخ بغرمها وغرمها	الاجرة	ثمن شراء العين	المشترون للعين	بائع العين	بيع العين المؤجرة	ملكية الموجودات المؤجرة او الموعد باستئجارها	الصكوك القائمة على الاجارة
منافع اعيان على اساس الشيوخ بغرمها وغرمها	الربح من اعادة بيع المنافع	ثمن شراء المنفعة	المشترون للمنفعة	بائع المنفعة	بيع المنفعة	ملكية منافع الاعيان الموجودة او الموصوفة	

						في الذمة
ملكية الخدمة	الربح من	ثمن شراء	المشتررون	بائع الخدمة	بيع الخدمة	ملكية
على اساس	المتحصل	الخدمة	للخدمة			الخدمات
الشيوع بغنمها	عليه مقابل					
وغرمها	الخدمة					

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعيار الشرعي رقم 17: صكوك الإستثمار

المطلب الثاني: تصنيف الصكوك الإسلامية وفق إعتبرات أخرى

الفرع الأول: تصنيفها حسب ملكية الموجودات

الإعتبر الثاني لتصنيف الصكوك الإسلامية هو إعتبر مهم لكونه يمس أحد أهم الجوانب التي يقوم عليها جوهر الصكوك. وهي طبيعة العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك من حيث الأصول مصدر التصكيك، وقد قام مجلس الخدمات المالية الإسلامي (IFSB)، بتقسيم الصكوك الى ثلاث أنواع على هذا الأساس، والتي عرضها في المعيار (7) حول متطلبات كفاية رأس المال بالنسبة للصكوك، والتصكيك والإستثمارات العقارية الصادر سنة 2009م، حيث قسمها إلى:

1. هيكل الصكوك المدعومة بالموجودات: **Asset Backed Sukuk (ABS)** وهي الصكوك

التي يستوفي الشروط المطلوبة من قبل مؤسسة تصنيف ائتماني خارجية معترف بها يترتب عليه أن يتحمل مالكو الصكوك أية خسائر في حالة إتلاف أو انخفاض قيمة الموجودات¹. ويمكن تعريف الصكوك المدعومة بالأصول على أنها سند إسلامي صادر وفقاً لصفقة توريق، حيث تتضمن هذه الصفقة بيعاً حقيقياً ونقلًا كاملاً للملكية القانونية للأصل من المنشئ إلى طرف ثالث، والذي عادةً ما يكون شركة ذات غرض خاص (SPV). وتعتبر الشركة ذات الغرض الخاص بدورها وصياً صريحاً على حاملي الصكوك الذين يتلقون رسوماً بصفقتهم مُصدر للصكوك، في حين أن حاملي الصكوك هم الملاك القانونيون للأصل الأساسي الذين يحصلون على عائد الإستثمار بناءً على أداء الأصل الأساسي. لا يتضمن هذا النوع من الصكوك حق الرجوع إلى المنشئ. ويشترط أن يكون الأصل موافقاً لمبادئ الشريعة، وقادراً

¹ المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سبق ذكره، ص 4-5.

على توليد تدفقات نقدية ويجب ألا يكون هناك عائق يمنع نقل الملكية القانونية للأصل من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص¹.

2. هيكل الصكوك القائمة على الأصول أو (غير المدعومة بالأصول) Non -Asset

(ABS) Backed Sukuk: تقوم الأصول القائمة على الأصول على خصائص تقنية وتجارية مختلفة عن الصكوك المدعومة بالأصول، يظل الأصل الأساسي المستخدم في هيكله الإصدار في الميزانية العمومية للمنشئ بعد إصدار الصكوك. ويقوم المنشئ بنقل الملكية النفعية فقط للأصل إلى حاملي الصكوك، بينما لا يزال يحتفظ بملكته القانونية. ومن المنظور القانوني، لا يوجد بيع حقيقي في الهيكل القائم على الأصول لأن حاملي الصكوك لا يهتمون بالأصل الأساسي. ونتيجة لذلك لا يمكن لحاملي الصكوك بيع الأصول لطرف ثالث². كما يعني أيضًا أن حملة الصكوك لهم حق الرجوع إلى المنشئ. وتضم صورتان هما³:

- **أولاً: هيكل الصكوك القائمة على الأصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ** حيث يشتري المصدر بموجب هذا الوعد الموجودات، ويؤجرها، ويصدر الصكوك، وهذه الهيكله تتم عادة بإعادة تأجير الأصول إلى المنشئ في عملية "بيع وإعادة تأجير"، وتكون مخاطر الائتمان في هذه الحالة هي تلك المتعلقة بالمنشئ، وفقا لأي تعزيز ائتماني متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها يقدمه المصدر، ويشار إلى هذا الهيكل عادة بهيكل (الدفء من خلال الطرف الثالث. حيث إن الدخل الناتج عن تلك الموجودات يدفع للمستثمرين من خلال المصدر.

- **ثانياً: هيكل الصكوك القائمة على الموجودات من خلال "الهيكله التحويلي"** حيث يشتري كيان منفصل بصفته مصدرا للموجودات موضوع التصكيك من المنشئ، ويضعها في مجموعة موجودات بغرض التصكيك، ويشترط الكيان المصدر من المنشئ أن يعطي لحملة الصكوك حق الرجوع إليه، غير أن المصدر يقدم تعزيزا ائتمانيا متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها من خلال ضمان السداد في حالة عجز المنشئ عن السداد.

¹ Sutan Emir Hidayat, **A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant?**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, 24-31 July 2013, Vol. 1, No. 2, page 26.

² Sutan Emir Hidayat, *Ibid*, p 26.

³ المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سبق ذكره، ص 5.

والصكوك القائمة على الأصول تعني أن حاملي الصكوك يرجعون في حالة التخلف عن السداد إما على المنشئ عن طريق الوعد بالشراء، أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقات، وهو ما يعني أن الصكوك المدعومة بالأصول تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد، أما الصكوك القائمة على الأصول فتقتضي تحويل ملكية المنفعة لحملة الصكوك والرجوع على المنشئ أو المصدر وليس على الأصول. وعليه فإن الصكوك المدعومة بالأصول تهتم بكفاءة الأصول على در الأرباح، بينما يهتم حملة الصكوك في الصكوك القائمة على الأصول بكفاءة المصدر أو المنشئ المالية وقدرته على السداد¹.

ويعد معيار التفرقة هذا أكثر المعايير التي تولى إهتماما بالغا، خاصة مع تزايد حالات تعثر الصكوك، وطرح إشكالية التملك ومصادقتها الشرعية، إضافة لتنظيمها القانوني، ونوضح من خلال الجدول التالي أهم الفروق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول.

الجدول رقم 02: الفرق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول

العناصر	الصكوك المدعومة بالأصول	الصكوك القائمة على الأصول
الملكية	تنتقل الملكية لحاملها بشكل كامل، حيث يتم نقل حق الملكية القانوني للأصول من الجهة المصدرة للصك إلى شركة ذات غرض خاص (SPV) مستبعد تعرضها للإفلاس، ويعرف هذا في مرحلة التوريق بالبيع الحقيقي. ويترتب على ذلك أن حملة الصكوك يملكون الحق في النفاذ إلى موجودات الصكوك في حالة تعثر جهة الاصدار، اي يمكنهم بيع الاصول واسترجاع استثماراتهم.	ينتقل لحاملها حق الانتفاع بها دون ملكيتها كاملة، وتترافق عادة مع التعهد من منشئ الأصول بإعادة شرائها بالثمن الأصلي، وهذا النوع من الصكوك يركز على استخدام بعض الأصول وليس القروض في صفة التوريق.
توزيع الأرباح والتصفية	يحصل حاملها على حصة في الربح، وفي عوائد تصفية الأصول، وتتم عملية	يستطيع حامل هذا النوع من الصكوك الرجوع على مصدر الصك للمطالبة،

¹ بوهراوة سعيد محمد، دسوق أشرف وجدي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ندوة حول الصكوك الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة. 2010، ص4.

<p>وذلك من خلال التعهد بالشراء، "كذلك لا يتمتع حاملي هذه الصكوك بحقوق خاصة على الأصل ويعتمدون كلياً على الجدارة الائتمانية للمنشئ وقدرته على السداد.</p>	<p>التصفية للأصول عند المطالبة باسترجاع القيمة الأصلية (رأس المال) أو عند التعثر. ولا يتم الرجوع على مصدر الصك للمطالبة بالمستحقات المالية غير المدفوعة إذا لم تكفي قيمة الأصول لسداد مثل هذه المستحقات عند التصفية. وتحدد عوائد مالكيها الجدد على أساس المشاركة في الربح والخسارة في الاستثمار المتمثل في تلك الأصول العينية محل العقد.</p>	
<p>توفر ضماناً لرأس المال بالنسبة لحاملها الذي يحصل أيضاً على عوائد دورية.</p>	<p>يتمتع المستثمرون في الصكوك المدعومة بالأصول بنوع من الضمان أو الامتياز في الاستحواذ على الأصول</p>	<p>الضمان</p>
<p>يتحمل حاملوا الصكوك المستندة على أصول المخاطر الائتمانية لمصدر الصك فقط، حيث يتم الحكم على الجدوى الائتمانية للصك وتصنيفه وهي الجدارة الائتمانية للمصدر</p>	<p>بالإضافة إلى مخاطر الائتمان والتي يتم تحديدها من خلال تقدير الجودة الائتمانية لهذه الأصول فقط. يتحمل حاملي الصكوك المدعومة بأصول أيضاً المخاطر السوقية التشغيلية</p>	<p>المخاطر التي يتحملها حامل الصك</p>
<p>يرتكز التصنيف الائتماني إلى الجدارة الائتمانية للجهة المصدرة الائتماني وليس إلى الأصل الذي ترتكز إليه الأصول .</p>	<p>يرتكز التصنيف الائتماني إلى جودة الأصول التي تدعم الصك، مما يؤثر على قوة التصنيف</p>	<p>التصنيف الائتماني</p>
<p>حملة الصكوك لا يمكنهم النفاذ والضريبة إلى هذه الأصول عند تعثر جهة الإصدار لأنهم لا يملكونها قانونياً</p>	<p>أن إجراءات البيع الحقيقية والضريبة المفروضة عليها تكون مكلفة في بعض الأسواق، إضافة إلى أن بعضها يمنع استخدام الإطار العملي التنظيمي لعمليات البيع الحقيقية.</p>	<p>عيوبها</p>

المصدر: نجلاء بنت محمد البقمي ص 49-50

الفرع الثاني: تصنيف الصكوك حسب جهة الإصدار

تصنف الصكوك حسب جهة إصدارها إلى صكوك سيادية، صكوك شبه سيادية، صكوك الشركات وصكوك المؤسسات المالية. وهو تصنيف مُعتمد في التقارير السنوية للسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)، حيث تمثل:

1- **الصكوك السيادية (Sovereign Sukuk)** : وهي الصكوك التي تصدرها الحكومات بهدف ضبط السيولة في السوق والتحكم في الكتلة النقدية، أو لإستثمار حصيلتها في مشاريع البنى التحتية، كما تلجأ الحكومات لإصدار صكوك سيادية لمواجهة عجز ميزانيتها بدلا عن اللجوء للاستدانة الخارجية. وتفرق تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)، بين الصكوك الحكومية باعتبارها صكوك تصدرها الحكومات بالعملة المحلية. وبين الصكوك الدولية التي تمثل الصكوك التي تصدرها الحكومات بالعملة الصعبة.¹

2- **الصكوك شبه السيادية (Quasi-sovereign Sukuk)**: هي صكوك صادرة عن جهة تابعة للقطاع العام تشبه الصكوك السيادية. يمكن لهذه الصكوك أن تحمل ضماناً حكومياً صريحاً أو ضمنياً.

3- **صكوك الشركات (Corporate Sukuk)**: هي صكوك تصدرها جهات غير حكومية تتمثل في شركات، تهدف من خلالها إلى الحصول على التمويل اللازم لإحتياجاتها، وفق صيغ الصكوك المختلفة.²

4- **الصكوك المؤسسات المالية (FIs Sukuk)**: وهي الصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية عموماً، و البنوك تحديدا باعتبارها أكثر المؤسسات المالية إصداراً للصكوك. حيث تصدرها البنوك الإسلامية بغرض تمويل العمليات الإستثمارية وتختلف باختلاف العقد القائم، وما يميز هذا النوع من الصكوك هو قدرتها على جذب المدخرات الصغيرة وتوجيهها نحو إستثمارات مجدية.³

¹ International Islamic Financial Market(IIFM, Sukuk report(A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET), IIFM,2020, p 184

² Ibid ,p 185

³ منذر قحف، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 59.

الفرع الثالث: تصنيف الصكوك حسب آجال إستحقاقها

يمكن أن تقسم الصكوك حسب آجال إستحقاقها إلى:

- صكوك قصيرة الأجل: وهي الصكوك التي تتراوح آجال إستحقاقها بين ثلاث أشهر إلى سنة.
- صكوك متوسطة الأجل: وهي الصكوك التي تتراوح آجال إستحقاقها بين السنة والخمس سنوات.
- صكوك طويلة الأجل: وهي الصكوك التي تفوق آجال إستحقاقها الخمس سنوات، وهي الأكثر إستعمالاً.
- صكوك غير محددة الأجل: يمكن أن تصدر الصكوك دون تحديد أجل لها، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه¹.

الفرع الرابع: تصنيف الصكوك حسب طبيعة العائد

تصنف الصكوك حسب هذا الإعتبار إلى صكوك ثابتة العائد وصكوك متغيرة العائد:

- 1- الصكوك ذات العائد الثابت: هي صكوك يتحصل حملتها على عوائد ثابتة، وذلك لطبيعة العقد الذي بنية عليه. ويتضمن هذا النوع من كلاً من صكوك الأصول الثابتة المؤجرة ، وصكوك المنافع ، وصكوك الخدمات، وصكوك السلم، وصكوك الإستصناع، والمرابحة².
- 2- الصكوك ذات العائد المتغير: وهي صكوك يتحصل حملتها على عوائد متغيرة، كذلك لطبيعة العقد الذي بنية عليه. على غرار صكوك المضاربة وصكوك المشاركة، ذلك أن العائد فيها يقوم على النتيجة المحصلة لإستثمار الأصول محل التصكيك، والتي قد تحقق ربحاً أو خسارة.

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره ، ص 479.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

المبحث الثالث: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها

يتضمن هذا المبحث التعريف بالأطراف المتدخلة في عملية التصكيك، والإجراءات المرافقة لها. كما يتطرق لآليات إصدار الصكوك وتداولها وإستردادها، والضوابط الشرعية لكل مرحلة من هذه المراحل، إضافة للضوابط العامة التي تحكم عملية إصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: أطراف عملية التصكيك وإجراءاتها

الفرع الأول: أطراف عملية التصكيك

- 1- مالك الأصل **Originator**: ويطلق عليه إصطلاح البادئ أو المنشئ، وهو صاحب أو مالك الأصل وهي الجهة التي تملك موجودات ترغب في تصكيكها بهدف الحصول على سيولة، حيث تعهد بها إلى شركة ذات غرض خاص تسمى وكيل الإصدار.
 - 2- وكيل الإصدار **Issuer**: وهي شركة يتم تحويل الأصول محل التصكيك إليها من مالك الأصل، لتتولى عملية إصدار الصكوك. وتسمى الشركة ذات الغرض الخاص (Special purpose Vehicle) ويختصر إلى SPV، يتمثل دورها في إصدار، وضمان مستحقات حملة الصكوك، وتعتبر هذه الشركة كوسيط يشتري الأصول من المنشئ ثم يبيعها إلى المستثمرين عن طريق طرحها للاكتتاب.
 - 3- المستثمر **Investors**: وهو الطرف الذي يشتري الصكوك المطروحة للاكتتاب، ويسمى حامل الصك، وللمستثمرين أن يستردوا أصل قيمة صكوكهم، ويستحقون العائد عليها من حصيلة محفظة التصكيك في المستقبل.¹
- إضافة الى ذلك تساعد أطراف أخرى متدخلة في سير وتنظيم عملية التصكيك من خلال خدمات خاصة على غرار:
- مدير الإصدار: مدير أو مستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التوريق والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.
 - مدير المحفظة: وهي الجهة المسؤولة عن إدارة محفظة الصكوك، وتقوم علاقتها مع حاملي الصكوك على أساس عقد مضاربة أو وكالة.
 - متعهد خدمة الصكوك: يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد على محفظة التصكيك، وإيداعها

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، مرجع سبق ذكره، ص24.

- بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة السندات في تواريخ إستحقاقها.
- **هيئة الرقابة الشرعية:** والتي عرف معيار الحوكمة بأنها "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويعهد لها توجيه نشاط المؤسسات المالية الإسلامية، وتكون فتاوها وقراراتها ملزمة للمؤسسة"¹. وذلك إضافة لرقابتها على عملياتها من بداية الإصدار إلى الإسترداد والإطفاء.
 - **وكالات التصنيف الائتمانية:** وهي وكالات متخصصة هدفها تقييم الجدارة الائتمانية والمالية للصكوك المطروحة، من خلال تصنيفها، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد مستوى المخاطر التي تنطوي عليها. وتحديد قدرة الشركة المنشئة للصكوك على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة الصكوك².
 - **متعهد تغطية الاصدار:** كما يساهم الضامنون لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم، كشركات التامين التعاوني والطرف الثالث الضامن³.

الفرع الثاني: إجراءات عملية التصكيك

تتم عملية التصكيك حسب إجراءات وخطوات معينة، تشمل مرحلة إصدار الصكوك Issuance، مرحلة إدارة محفظة الصكوك Servicing، ومرحلة إطفاء الصكوك Repayment to Sukuk Holders. ويتم قبل ذلك إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك. ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، ودراسة جدوى المشروع الاستثماري⁴، كخطوة أولى قبل الشروع في عملية التصكيك التي نوجزها في الخطوات التالية:

أولاً: تقوم الجهة المنشئة بحصر وتعين الأصول والموجودات المراد تصكيكها، وتجميعها في وعاء إستثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ومن ثم نقلها إلى شركة ذات غرض

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات، دار الميامن، الرياض، 1437هـ/2015م ، ص 1046.

² الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل إصدار الصكوك، النسخة الالكترونية، جوان 2019، ص4. متاحة على الموقع:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf/Final272019.pdf

³ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديثات الإصدار، مرجع سبق ذكره، ص25. بتصرف.

⁴ عبد الستار ابو غدة، بحوث في المعاملات والاساليب المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص87.

خاص (SPV). تتم عملية النقل بأقل من قيمة الأصول، وخروج هذه الموجودات من الذمة المالية للجهة المصدرة يبعدها عن مخاطر الإفلاس.

ثانياً: تقوم شركة SPV بتقييم الأصل محل التصكيك لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيصكك بها، وذلك بواسطة أحد مكاتب التثمين بإعادة تصنيف الأصول. وإجراءات إتفاق التعزيز الإئتماني بواسطة الضامنين سواء مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو جهة أخرى. ومن ثم تجهيز لترحها للإكتتاب العام¹، على أن تتماثل في كل الصكوك المصدرة معدلات العائد وأجال الإستحقاقات.

ثالثاً: قيام شركة التصكيك بإصدار الصكوك الممثلة للأصل بالقيمة الإسمية زائد علاوة الإصدار، وطرحها للإكتتاب العام على المستثمرين. مع تحديد الجهة التي ستقوم بخدمة الأوراق المالية.

رابعاً: تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص السيولة المتحصل عليها من بيع الصكوك لسداد قيمة الأصول للمؤسسة المالية المالكة للأصول².

خامساً: تقوم الجهة التي تم إختيارها بإدارة المحفظة الصكوك المباعة، نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، وتهتم بتجميع العوائد الدورية المتأتية من إستثمار الأصول وتوزعها على حملة الصكوك.

سادساً: يمكن للمستثمرين حملة الصكوك، بيع هذه الأوراق في السوق الثانوية؛ بما لا يعارض ضوابطها الشرعية، إما بالسعر نفسه الذي تم الشراء به أو أكثر، أو أقل حسب أسعارها في الأسواق المالية. وفي حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المصكك عن دفع مستحقات حملة الصكوك، من أقساط أو فوائد أو عوائد تقوم الجهة الضامنة بالسداد للمستثمرين.

سابعاً: أخيراً تتم مرحلة إطفاء الصكوك بدفع قيمة الصكوك الإسمية في تواريخ الإستحقاق التي حددتها نشرة الإصدار³.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، مرجع سبق ذكره، ص25.

² أمل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, **An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice**, John Wiley & Sons, Singapore, 2007, p178.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لعملية التصكيك

تخضع مراحل عملية التصكيك وإجراءاتها التي سبق وذكرناها، إلى جملة من الضوابط تحكم سيرها ضمن سياق شرعي من بداية تصكيك الصكوك وطرحها للإكتتاب، إلى غاية إطفاءها. وقد وضعت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ضوابط عامة لعملية التصكيك، كما أولت إهتماماً بمرحلتى الإصدار والتداول فخصّتهما بعدة ضوابط لتنظيمهما، إضافة إلى ضوابط خاصة تراعي خصوصية كل صيغة من صيغ الصكوك.

الفرع الأول: الضوابط الهيكلية العامة

- 1- أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً. فلا يجوز تصكيك أصول تتنافى طبيعتها مع الشريعة الإسلامية.
- 2- أن تراعي عملية التصكيك الضوابط الشرعية من بدايتها إلى نهايتها، مع إستيفائها لجميع الأركان والشروط والإجراءات المنصوص عليها.
- 3- أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الإقتصاد الإسلامي
- 4- ويجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة¹.
- 5- توفر عنصر الملكية للأصول حتى تُصَحَّ عمليات الشراء والبيع.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

- 1- الضابط الأول: إصدار الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية
يجوز إصدار الصكوك لإستثمار حصيلة الإكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الإستثمار الشرعية. كعقود المشاركات أو الإجارة أو المرابحة وغيرها. ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الإستثمارية التي أصدرت على أساسها، وذلك بعد قفل باب الإكتتاب.
- 2- الضابط الثاني: ملكية حصة شائعة في موجودات المشروع
يجوز تصكيك الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية

¹ وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص20.

وإصدار صكوك بقيمتها. أمّا الديون في الذم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها¹. ويمثل الصك ملكية حصّة شائعة في المشروع الذي أُصدِرَت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقرّة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل موجودات المشروع، العينية والمعنوية وديونها².

3- الضابط الثالث: آجال إستحقاق الصكوك الإسلامية

يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة مع مراعات الضوابط الشرعية للإصدار وتداول. وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

4- الضابط الرابع: التصكيك عقد بين المصدر والمكتتبين

طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وتنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد إبرام العقد.

5- الضابط الخامس: شروط نشرة الإصدار

تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الإكتتاب في الصك الإيجاب. أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاباً فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الإكتتاب قبولاً. وينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار ما يلي³:

- أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الإستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 472.

² علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص 477-478.

- أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المرابحة، أو الاستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المغارسة، أو المساقاة.
- أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفياً لأركانه وشروطه وألا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
- أن يُنص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.
- أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
- مراعاة ما يتعلق بضوابط المشاركة والشركات الحديثة ويجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- ألا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الإسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدراً معيناً من الربح. لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (5) بشأن الضمانات. كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكة بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره.

6- الضابط السادس: التعهد بتغطية الإكتتاب

يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك، ويكون الإلتزام من متعهد الإكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالإكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة ما الضوابط المتعلقة بالشركة (المشاركة) والشركات.¹ وبذلك لا يجوز شرعاً تقاضي أيّ عمولة على الضمان، فلا يجتمع أجر وضمان.²

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 479 .

² اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 74.

7- الضابط السابع: التعهد بالشراء بعد الإصدار

في 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، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك¹.

8- الضابط الثامن: التحوط من المخاطر

يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (إحتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الإشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك².

الفرع الثالث: ضوابط تداول الصكوك الإسلامية

يقصد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية، وباعتبار أن الصكوك تمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحامله التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الإسمية أو السوقية أو أكثر منها أو أقل. وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها. إلا أن عملية تداول الصكوك الإسلامية تحكمها مجموعة من الإعتبارات والضوابط الخاضعة لطبيعة الموجودات، التي تكون خليطاً من النقود والديون وأعيان المنافع والحقوق المعنوية، وتختلف الضوابط وفقاً لنوعية هذه الموجودات فنجد³:

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 478 .

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 479 .

³ اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص32.

1- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لنقود:

تمنع لوائح الصكوك التداول خلال المراحل التي تعتبر الصكوك فيها نقوداً، إلا إذا تم تداولها بقيمتها الإسمية، أي أن الضوابط الشرعية التي تحكمها تتمثل في أحكام عقد الصرف لأنّ المبادلة تكون بمثابة نقدٍ بنقد. وتعد الصكوك نقوداً في الحالات التالية¹:

- بعد قفل باب الإكتتاب وقبل بدء النشاط الفعلي للمشروع.
 - عند بداية طرح الصكوك لإكتتاب العام وتسلم الجهة المصدرة للأموال.
 - في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتضيد الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية، أو عند بداية مشروع استثماري جديد.
 - عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.
- أي أنه في هذه الحالات المذكورة، يجوز تداول الصكوك وإستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف.²

2- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لديون:

تكون الموجودات ديوناً إذا توجه المشروع بإستثماراته إلى عمليات البيع الآجل كبيع المساومة أو المربحة أو في عمليات السلم.³ ويلزم ذلك تطبيق أحكام التعامل بالدين لأنه بيع دين بنقدٍ. وبيع الدين غير جائز بإجماع الفقهاء لإشتماله على الربا. ومن صور بيع الدين غير الجائزة⁴:

- أ- بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين، لأنه صورة من صور الربا، وهو ما يطلق عليه (جدولة الدين)، وهو ممنوع شرعاً.
- ب- بيع الدين لغير المدين بثمن مؤجل من جنسه، أو من غير جنسه؛ لأنها من صور بيع الكالئ بالكالئ (أي الدين بالدين) الممنوع شرعاً⁵.

¹ عبد الستار ابو غدة، بحوث في المعاملات والاساليب المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص79.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 479 .

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الاسلامية وادارة مخاطرها- دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق

المالية، مرجع سبق ذكره، ص35

⁴ عبد الستار القطان، البدائل المشروعة لتداول الديون، المؤتمر الهيات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الرابعة، من 19 إلى 20 شعبان 1425 هـ الموافق 3 - 4 أكتوبر 2004 م، البحرين، ص22.

⁵ عبد الستار القطان، البدائل المشروعة لتداول الديون، مرجع سبق ذكره، ص23.

كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل¹. وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الحالات التي لا يجوز فيها تداول الصكوك وتخضع فيها لأحكام الديون:²

- 1- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان، ولا صكوك ملكية الخدمات إذا أعيدت الإجارة فكان الصك ممثلاً للأجرة، وهي بذلك دين في ذمة المستأجر الثاني.
- 2- عدم جواز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى المنفعة منها إلا بضوابط التصرف في الديون.
- 3- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون
- 4- لا يجوز تداول صكوك الإستصناع إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في إستصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع.
- 5- لا يجوز تداول صكوك السلم.
- 6- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري.
- 7- لا يجوز تداول الصكوك المزارعة والمساقاة إذا كان حملة الصكوك الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي)، ما لم يبدو صلاح الزرع أو الثمر.

مع الإشارة إلى أن تداول صكوك ملكية المنافع الأعيان الموصوفة في الذمة فيه قولان:

القول الأول: عدم جواز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى المنفعة منها إلا بضوابط التصرف في الديون. وهذا ما تنبأه قرار هيئة المحاسبة والمراجعة الذي ذكرناه سابقاً.

القول الثاني: جواز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة مطلقاً. وهو قول بعض المعاصرين.

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 480.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص 480-481.

3- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لأعيان ومنافع:

إذا كانت موجودات الصكوك من الأعيان أو المنافع أو الحقوق أو خليطاً من الأعيان والمنافع بعد التشغيل، وليس فيها نقود أو ديون، فتداولها جائز شرعاً دون مراعاة أحكام الصرف أو بيع الديون. وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول كل من¹:

- 1- صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالإستثمار بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- 2- صكوك المرابحة بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل تسليمها للمشتري.
- 3- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها، لأنها تمثل حصة في ملكية أصل معين بذاته.
- 4- صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان فقط. كما يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان (الموجودات) المعينة أن يبيعها أيضاً وأن يصدر صكوكاً بذلك.
- 5- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بعد تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة.
- 6- صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارتها.
- 7- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات بعد تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة، وليس قبل ذلك.
- 8- يجوز تداول صكوك الإستصناع إذا تحولت فيها النقود إلى أعيان مملوكة لحاملي الصكوك خلال مدة الإستصناع.
- 9- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض.
- 10- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل بشرط بدو صلاح الزرع أو الثمر.
- 11- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض أو من الملتزمين بالغرس².

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص 480-481.

² نفس المرجع، نفس الصفحة..

4- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لخليط من أعيان ومنافع ونقود وديون:

إذا كانت موجودات الصكوك مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون، وكانت الغلبة للأعيان والمنافع أو الحقوق، فإنه يجوز التداول وفقاً للسعر المتراضى عليه، وضابط ذلك أن تزيد الأعيان والمنافع عن النصف (50%)¹، سواء كان أقل أو أكثر من القيمة الإسمية، بإعتبار أن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب². أما إذا كانت الغلبة للنقود أو الديون، فلها حالتان³:

- أ- أن تكون النقود والديون تابعة لما يصح أن يكون متبوعاً، وتكون الورقة المالية متضمنة لملكية المتبوع، فيجوز حينئذ تداولها دون مراعاة نسبة النقود والديون إلى الموجودات.
- ب- إنتفاء تبعية النقود والديون أو عدم تضمن الورقة المالية لملكية المتبوع. فيخضع التداول حينئذ لأحكام الغلبة. وإذا كانت الشركة أو المشروع الذي تمثله الورقة المالية لم يبدأ العمل الفعلي أو كان تحت التصفية، فيخضع التداول لأحكام الغلبة.

الفرع الرابع: الضوابط الشرعية لإسترداد الصكوك

يكون إنتهاء عملية التصكيك بإنهاء العقد الذي بنيت على أساسه، وهذا يعني فقدان قيمتها وصفتها الإستثمارية بتحويلها من أوراق مالية إلى نقود سائلة وذلك في آجالها المحدد في نشرة الإصدار⁴. كما تتيح الصكوك لحاملها إمكانية إسترداد قيمتها قبل آجال إستحقاقها، ويعتبر ذلك جائزاً من الناحية الشرعية، فهو لا يخرج عن بيع الشريك بحصته. ومن أشكال الإسترداد تداولها في الأسواق الثانوية، أو إعادة شرائها من قبل جهة الإصدار من خلال التعهد بإعادة الشراء⁵. على أن يكون الشراء بالقيمة الحقيقية للصك. وأن لا يكون الإسترداد بالقيمة الإسمية لأنه بذلك ضمان لرأس المال وهو غير جائز. وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إسترداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الإسترداد. كما أجازت للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة

¹ قرار رقم: 226 (10/23)، الغلبة والتبعية في المعاملات المالية حالاًهما وضوابطهما وشروط تحققهما، مقرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورة الثالثة والعشرون، المدينة المنورة، المنعقد في 11 نوفمبر 2018.

² اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية مرجع سبق ذكره، ص 93.

³ قرار 188 (20/3)، استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ص 110.

⁵ اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 101.

من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الإكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى العقادان حين الإسترداد، على ألا يكون مبلغ الإكتتاب أو مبلغ الإسترداد مؤجلاً.¹ والإسترداد أو الإطفاء يقصد به في السندات التقليدية دفع قيمتها الإسمية مع فوائدها الربوية في الأجل المتفق عليها والمحددة في نشرة الإصدار، أما في صكوك الإسلامية فالمقصود بإسترداد هو إرجاع مال المضاربة في صكوك المضاربة، أو إسترداد رأس مال المشروع من قبل المصدر الذي يكون إما وكيلًا، أو شريكاً في مختلف صكوك الإستثمار. وإطفاء صكوك الإستثمار أو إستردادها هو توزيع موجوداتها على حملة الصكوك أو بيعها للمصدر أو لغيره، وتوزيع حصيلة بيعها على حملة الصكوك، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويتم الإسترداد من خلال:

1- **التصفية والتنضيق:** وهو بيع الموجودات وتحصيل الديون بحيث تتم التصفية النهائية للمنشآت،² وتحويل موجودات المشروع إلى نقد وسيولة، حيث يأخذ حملة الصكوك حقوقهم من حصيلة التصفية، كل حسب الحصة التي يملكها من الصكوك في حالة الربح. كما يتحمل كل منهم الخسارة إن وجدت بقدر حصته أيضاً.

2- **التنضيق الحكمي:** هو تقويم الموجودات من عروض وديون بقيمتها النقدية لتحديد أو توزيع أرباح المضاربة المشتركة أو الشركات بوجه عام، ففي هذه الحالة لا يقع بيع موجودات المشروع فعلاً. وإنما يتم تقويم أصول المشروع تقويماً عادلاً من قبل أهل الخبرة في كل مجال بحيث لا يقل عددهم عن ثلاثة، وإن تباينوا في التقدير أخذ في التقدير المتوسط فيهم. جاء ذلك بقرار مجمع الفقه الإسلامي بمكة المكرمة في دورته السادسة عشرة لعام 1422 هـ.³ ثم توزع القيمة المقدرة على حملة الصكوك، كل حسب الحصة التي يملكها.

3- **تمليك الموجودات بالهبة أو بثن رمزي أو بالقيمة المتبقية:** ويكون ذلك في صورة صكوك منتهية بالتمليك⁴. بعد إستيفاء كامل اقساط التي يدفعها المستأجر في نهاية المدة

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 480.

² عبد الله بن محمد الطيار، عبد الله بن محمد المطلق، محمّد بن إبراهيم الموسى، الفقه الميسر الحكم الشرعي للتنضيق والتقويم الحكمي للشركات وغيرها، مدار الوطن للنشر، الرياض، 1432هـ / 2011م، ص 76.

³ عبد الله بن محمد الطيار، نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁴ علي محمد الموسى، مادو غي سيلا، الصكوك الاستثمارية: مفهومها نشأتها مخاطرها ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 7، العدد 2، الصفحات 65-88، ديسمبر 2016، ص 84.

المحددة، وانتقال ملكية السلعة للمستأجر بعدها بعقد جديد، مقابل سعر رمزي لهذا الانتقال، أو مقابل القيمة المتبقية للموجودات، أو عن طريق عقد هبة.

خاتمة الفصل

قمنا في هذا الفصل بمحاولة الإلمام بالجوانب النظرية للصكوك الإسلامية باعتبارها أحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية. حيث تطرقنا لنشأة فكرة التصكيك ومفهوم الصكوك، إضافة لعرض مختلف تصنيفات الصكوك الإسلامية، والإعتبارات القائمة عليها. فتصنّف الصكوك حسب صيغ التمويل الإسلامي، وهي أكثر التصنيفات شيوعاً، إلى أربعة عشر صيغة مختلفة للصكوك حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. وتصنف أيضاً حسب إعتبار ملكية الموجودات محل التصكيك وهي النقطة التي تثير الكثير من الجدل والخلافات القانونية والشرعية حول موضوع الملكية. كما تصنف الصكوك أيضاً حسب آجال إستحقاقها، جهة إصدارها، وطبيعة العائد المتأتّي منها.

وتتم عملية التصكيك حسب إجراءات وخطوات معينة، تشمل مرحلة إصدار الصكوك، مرحلة إدارة محفظة الصكوك، ومرحلة إطفاء الصكوك. ويتم قبل ذلك إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك. ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، ودراسة جدوى المشروع الإستثماري، كخطوة أولى قبل الشروع في عملية التصكيك.

تخضع مراحل عملية التصكيك وإجراءاتها إلى جملة من الضوابط تحكم سيرها ضمن سياق شرعي من بداية تصكيك الصكوك وطرحها للإكتتاب، إلى غاية إطفاءها، حيث تراعى الضوابط الهيكلية العامة لها، كأن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً، وأن يتوفر عنصر الملكية للأصول حتى تُصَحَّ عمليات الشراء والبيع، إضافة لوضع ضوابط خاصة تراعى خصوصية كل صيغة من صيغ الصكوك. وكل مرحلة من مراحل عمليات إصدار، تداول وإطفاء الصكوك الإسلامية. والتي تحكمها مجموعة من الإعتبارات والضوابط الخاضعة لطبيعة الموجودات، سواء كانت نقوداً، أو ديوناً، أو أعيان ومنافع، أو كانت الصكوك ممثلة لخليط من أعيان ومنافع ونقود وديون، حيث تختلف الضوابط وفقاً لنوعية هذه الموجودات.

الفصل الثالث

الصكوك كأداة بديلة لتجنب مخاطر

السندات

مقدمة الفصل

يسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي، يضمن له ضمان الحد الأدنى تعويضاً عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، حيث لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر بشكل كلي. والصكوك الإسلامية باعتبارها ورقة مالية تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، فهي بدورها معرضة للمخاطرة كباقي الأوراق المالية.

يهدف هذا الفصل إلى مقارنة الصكوك الإسلامية والسندات، والتركيز على جانب المخاطرة التي تتعرض لها الصكوك، وآليات إدارة مخاطرها. حيث خصص المبحث الأول للتعريف بالسندات، خصائصها، أنواعها وحكم التعامل بها. ثم تحديد أوجه الإلتفاق والإختلاف بين الصكوك والسندات. ويتطرق المبحث الثاني إلى مخاطر الصكوك الإسلامية إنطلاقاً من مفاهيم العائد والمخاطرة، وطرق قياسها وكذا نظرة الشريعة للمخاطرة، إضافة لعرض مختلف مخاطر الصكوك الإسلامية سواء التي تشترك فيها مع باقي الأوراق المالية، أو المخاطر التي تنفرد بها الصكوك لحالها. أمّا المبحث الثالث فقد خصص، لطرق تقليل مخاطر الصكوك، بداية بالتعرف على مفهوم إدارة المخاطر وأساليبها، ثم التحديات الشرعية لإدارة المخاطر ورؤية الشريعة لمفهوم التحوط. وأخيراً التعرف على أهم الآليات التي أوجدتها الهندسة المالية الإسلامية لإدارة مخاطر الصكوك بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وذلك وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: الصكوك كبديل للسندات

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: طرق تقليل مخاطر الصكوك الإسلامية

المبحث الأول: الصكوك كبديل للسندات

يركز هذا المبحث في المطلب الأول على مفهوم السندات التقليدية، خصائصها، أنواعها وحكم التعامل بها، مع إستحضار مفهوم الربا الذي تقوم عليه السندات. أما المطلب الثاني فيتطرق الى الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، من خلال عرض أوجه الإتفاق وأوجه الإختلاف بينهما:

المطلب الأول: مفهوم السندات التقليدية

الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها

1- تعريف السندات

لغة: السندات لغة جمع سندٍ، وهو بمعنى الإعتماد، والركون إليه. والسند هو كل شيء أسندت إليه شيئاً فهو مستندٌ. وما يسند إليه يسمى مسنداً ومُسنداً وسنداً¹. ويقال فلانٌ سندٌ اي معتمد والإسناد في الحديث رفعه إلى قائله². والسندات مصطلح شائع يطلق على نوع من الأوراق المالية.

إصطلاحاً: جاء في الموسوعة الإقتصادية بأنها: قرض طويل الأجل، تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن تردّ قيمته للمقرض في تواريخ محددة³.

والتعريف القانوني للسند هو: عقد قانوني تقوم بموجبه الحكومة أو المؤسسة التي تمثل (المقترض) بإصدار شهادة متساوية القيمة، تلتزم بموجبها بدفع فائدة ثابتة لمدة محددة ثم إسترداد القيمة الإسمية في تاريخ الإستحقاق. وتعدّ السندات من الناحية النظرية، أكثر أماناً من الأسهم لأنها ذات أجل إستحقاق ثابت، ويتم سدادها قبل سداد مستحقات المساهمين⁴.

ويعرفها أشرف دوابه على أنّها ورقة مالية قابلة للتداول، تمثل قرضاً يدين بها حامل السند للشركة المصدرة له، وليس شريكا فيها. ويعطي حملة السندات فائدة محددة يتقاضاها في مواعيد محددة⁵.

هي أوراق مالية تصدرها الدولة أو المؤسسات إلتزاماً بدين، ووثيقة عن القرض الممنوح لها، وتعطي مالكيها حق الحصول على دخل محدد⁶.

1 ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص2114.

2 الرازي، مختار الصحاح، مرجع سبق ذكره، ص113.

3 راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الثانية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1407هـ/ 1987م، ص314.

4 Reuters Financial Glossary, Pearson Education London, 2nd ed, 2003, p18.

5 اشرف دوابه، الاستثمار والمضاربة في الاسهم والسندات من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص105.

6 محمد عليّة، القاموس الاقتصادي، المؤسسات العربية للدراسات والنشر، الطبعة 1، بيروت، 1985، ص562.

2- **خصائص السندات:** تشترك جميع الأوراق المالية ومنها السندات ببعض الخصائص، إلا أنّها تتميز بخصائص أخرى هي:

- **السندات قرض جماعي:** فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى ولكن مع مجموع المقرضين، فتصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عدداً من السندات متساوية القيمة، ويقضي تساوي قيمة السندات المساواة بين حقوق حملة سندات الإصدار الواحد.
- **قابلية التداول:** يحق لحامل السند تداوله في الأسواق الثانوية كألسهم، بهدف الحصول على السيولة اللازمة. ويتم تداول السند بالقيود في السجل التجاري للشركة إن كان السند إسمياً، أو عن طريق التسليم إن كان السند لحامله.
- **السند ثابت الدخل:** يتحصل حامل السند على عائد ثابت، بقيمة الفائدة المترتبة عن السند، وذلك بشكل دوري، بغض النظر عن النتيجة المحققة للشركة ربها كانت أم خسارة.
- **السندات أدوات دين:** ينشأ مالك السند حق دائنية على الشركة المصدرة، مقارنة بالأسهم، لذا يعطى لحامل السند الأولوية في تصفية حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها قبل حاملي الأسهم في حالة الإفلاس أو تصفية الشركة¹.
- **لذا فهو شهادة دين على الشركة، وليس جزءاً من رأس المال كما هو الحال في الأسهم.**
- **محدودية أجل الإستحقاق:** يصدر السند بأجل إستحقاق محدد بتاريخ حلوله، قصير متوسط أو طويل الأجل، مصرح به في عقد الإصدار ويعتبر عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة، وكذلك سعره السوقي². كما أنّ أجل بعض السندات يستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق.
- **عدم قابليته للتجزئة:** السندات وثائق متساوية القيمة تصدر بقيم إسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها.
- **حامل السند مقرض وليس مساهم:** لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير في شأن حامل السند.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 991.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

- **قابلية الاستدعاء:** يحق للجهة المصدرة للسند إستدعاء السند قبل تاريخ إستحقاقه، بسعر محدد يسمى سعر الإستدعاء، إذا وجد بند في عقد الإصدار ينص على ذلك، وإما بتحديدته مستقبلاً، مع إخطار مسبق بفترة معينة.

الفرع الثاني: أنواع السندات

- يمكن تصنيف السندات من خلال إعتبارات مختلفة، نذكر أهمها في ما يلي:
- أ- من حيث الجهة المصدرة لها: تصنف السندات حسب جهة إصدارها إلى:
- **سندات حكومية:** وهي السندات التي تصدرها الدولة أو الجهات حكومية.
 - **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها المؤسسات خاصة.
- ب- **السندات على أساس الضمان:** تصنف إلى:
- **سندات مضمونة:** تكون هذه السندات مغطاة برهن على أصول معينة عادة عقارات، كضمان في حالة عجز المصدر عن دفع فوائدها أو قيمتها الاسمية في آجال الإستحقاق، حيث يتم سداد قيمة السندات من حصيلة هذه الأصول في حالة التصفية.
 - **سندات غير مضمونة:** يعتمد هذا النوع من السندات على القوة الإئتمانية للجهة المصدرة والتي تمثل الضمان الغير المباشر الوحيد للمقرضين، ولا تستطيع إصدار هذا النوع من السندات إلا الشركات ذات التصنيف الإئتماني الجيد والملاءة المالية العالية¹.
- ت- **السندات على أساس معدل الفائدة:** تعدّ السندات من الأوراق المالية ذات العائد الثابت، إلا أنّ هناك بعض أنواع السندات المختلفة، وتنقسم حسب هذا الأساس إلى:
- **سندات ذات معدل فائدة ثابت:** وهي السندات التي تحدد فوائدها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، وتدفع بشكل دوري إلى تاريخ إستحقاقها حيث يتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص103.

- **السندات الصفريّة:** وهي سندات يساوي سعر فائدتها الصفر، وتسمى بالسندات ذات الكوبون الصفري، وتباع بأقل من قيمتها الإسمية، فلا يحصل حاملوها على الفائدة، وإنّما الفرق بين القيمة التي دفعها المستثمر عند شراء السند وبين القيمة الإسمية، التي تعد مقدار الفائدة الذي يتحصل عليه صاحب السند¹.

- **السندات ذات الفائدة العائمة:** وهي سندات لا يحدد لها سعر فائدة إسمي ثابت على السند وإنّما ترتبط بمعدل فائدة في السوق، أشهرها معدّل الفائدة للإقتراض من البنوك في لندن LIBOR لستة اشهر، حيث تدفع الجهة المصدرة في آجال دفع الفائدة ما يكون عليه معدل الفائدة في السوق النقدي مضافا إليه نسبة علاوة محددة مسبقا وثابتة ليعوض عن الفرق في المخاطرة².

ث- **السندات على أساس القابلية للإستدعاء:** يمكن أن يتضمن عقد إصدار السندات ما يعرف بشرط الاستدعاء، وهو شرط يخول الجهة المصدرة إطفاء السندات بسعر محدد خلال مهلة محددة، وبذلك نجد:

- **سندات قابلة للاستدعاء:** يعطي حق الاستدعاء المصدر خيار إعادة شراء السندات من حاملها بسعر محدد قبل تاريخ الاستحقاق، ويكون هذا السعر عادة أعلى من القيمة الإسمية للسند ولكنه يتناقص مع الزمن. وتكون الأسباب الرئيسية لإستدعاء السندات عادة إنخفاض أسعار الفائدة، أو رغبة المصدر في تحويلها إلى أسهم عادية، أو بسبب إرتفاع تكاليف السندات وفوائدها³.

- **سندات غير قابلة للإستدعاء:** وهي السندات التي لا يحمل عقد إصدارها شرط الاستدعاء، ويكون لحاملها الحق في الإحتفاظ بها إلى تاريخ إنتهاء أجلها. ولا يجوز للجهة المصدرة إستدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الاسباب.

ج- **من حيث قابليتها للتحويل:** تنقسم السندات إلى:

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص5.

² مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والحفاظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ المرجع نفسه، ص 103.

- **سندات غير قابلة للتحويل:** وهي سندات لا تعطي الحق لحاملها باستبدالها لأسهم عادية للشركة المصدرة، وعادة ما يكون لهذا النوع من السندات فوائد أعلى من السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهو امتياز يمكّن حامل السند من تحويله إلى أسهم عندما يجد أن الأرباح التي يحققها حملة الأسهم تفوق الفائدة التي يحصل عليها من سندات¹.

الفرع الثالث: حكم التعامل بالسندات

أجمع الفقهاء وعلماء الشريعة المعاصرون على حرمة التعامل بالسندات بجميع أنواعها، مهما اختلفت تسمياتها ما دامت سندا يلتزم بموجبه المصدر عند إستحقاقه، بدفع القيمة الإسمية للسند مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها، أو ترتيب نفع مشروط أياً كان². وقد أستند في تحريم السندات إلى أنّ صورة الربا في السندات تشبه تماماً صورة ربا النسئة الذي كان مشهوراً ومتعارفاً في الجاهلية³، الذي حرّمته الشريعة الإسلامية، وأنها ترتب لحاملها فوائد ثابتة دون تحمله للخسارة.

أ- تعريف الربا:

- **الربا في اللغة:** هو الزيادة، قال الله تعالى: ((**فَبِأَيِّ آلَاءِ رَبِّكُمَا تُكَذِّبُونَ**)) (الحج: الآية 5). وقال تعالى: ((**أَلَمْ تَكُنْ مِنْ أُمَّةٍ هِيَ أَرْبَىٰ مِنْ أُمَّةٍ**)) (النحل: الآية 92). أي أكثر عدداً ويقال: أربى فلان على فلان، إذا زاد عليه⁴. وأصل الربا الزيادة، إما في نفس الشيء، وإما مقابله كدرهم بدرهمين، ويطلق الربا على كل بيعٍ محرم أيضاً⁵.

¹رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، مرجع سبق ذكره، ص 67.

²الخليل احمد بن محمد، الاسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 291.

³فخر الدين الرازي، تفسير الفخر الرازي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

⁴ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص 1573.

⁵العثماني ضفر أحمد، تحقيق محمد العزازي، إعلاء السنن، مرجع سبق ذكره، ص 599.

- الربا شرعاً: هو الزيادة في أشياء مخصوصة، والزيادة على الدَّيْنِ مُقَابِلَ الأجل مطلقاً. وهو الزيادة في بيع شيئين يجري فيهما الربا¹.

ب- أنواع الربا:

- ربا الفضل: هو الزيادة في مبادلة مال ربوي بمال ربوي من جنسه². عن أبي سعيد الخدري رضي الله عنه أن رسول الله صل الله عليه وسلم قال: (لا تبيعوا الذهب بالذهب، إلا مثلاً بمثل، ولا تشفوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل، ولا تشفوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائباً بناجز)³، والمراد بالناجز الحاضر، وبالغائب المؤجل. وعن عثمان بن عفان رضي الله عنه أن رسول الله صل الله عليه وسلم قال: (لَا تَبِيعُوا الدِّينَارَ بِالدِّينَارَيْنِ، وَلَا الدِّرْهَمَ بِالدِّرْهَمَيْنِ)⁴.
- ربا النسيئة: هو تأخير القبض في بيع كل جنسين إتقفا في علة ربا الفضل. وهو بيع الربوي بجنسه نسيئة. وهو تأخير القبض في بيع الربوي بالربوي، سواء كان من جنسه أو من غير جنسه إذا إتقفا في العلة⁵. وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل⁶.

ت- أدلة تحريم الربا:

1- من الكتاب:

- قوله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ)) (آل عمران: الآية 130).
- قوله تعالى: ((الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ نَكَحَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ)) (البقرة: الآية 275).

¹ ابن العثيمين محمد، الشرح الممتع على زاد المستنقع، كتاب البيع، باب الربا والصرف، مرجع سبق ذكره، ص 392

² ابن قدامة موفق الدين، تحقيق عبد الله التركي وعبد الفتاح الحلو، المغني، الجزء السادس، باب الربا والصرف، الطبعة الثالثة، دار عالم الكتب للنشر، الرياض، 1417هـ/1997م، ص 25.

³ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة والمزارعة، باب الربا، برقم 1584، ص 1208.

⁴ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة والمزارعة، باب الربا، برقم 1585، ص 1208.

⁵ ابن قدامة موفق الدين، المغني، الجزء السادس، باب الربا والصرف، مرجع سبق ذكره، ص 63.

⁶ قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 170.

- قوله تعالى: ((يَمَحُقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيدِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ)) (البقرة: الآية276).

- قوله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ * فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَالْهَمُ لَكُم رُؤُوسَ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ)) (البقرة: الآية278-279).

- و قوله تعالى: ((وَمَا آتَيْتُم مِّن رِّبَا لِيَرْبُو فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُو مَعَكُمُ اللَّهُ وَمَا آتَيْتُم مِّن رِّبَا تَرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ)) (الروم: الآية39).

2- من السنة: عن علي بن أبي طالب رضي الله عنه عن النبي صل الله عليه وسلم قال: (كُلُّ قَرْضٍ جَرَّ نَفْعاً فَهُوَ وَجْهُ مِنَ وَجْهِ الرِّبَا)¹، وعن جابر رضي الله عنه قال: (لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: آكل الرِّبَا، وموكله، وكاتبه، وشاهديه)، وقال: (هُم سَوَاءٌ)²، وعن أبي هريرة رضي الله عنه عن النبي صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قال: (اجْتَنِبُوا السَّبْعَ الْمُوبِقَاتِ)، قالوا: يا رسول الله، وما هن؟ قال: (الشِّرْكَ بِاللَّهِ، والسِّحْرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ إِلَّا بِالْحَقِّ، وَأَكْلُ الرِّبَا، وَأَكْلُ مَالِ الْيَتِيمِ، والتَّوَلَّى يَوْمَ الرَّحْفِ، وَقَذْفِ الْمُحْصَنَاتِ الْغَافِلَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ)³. وعن عبد الله بن مسعود رضي الله عنه عن النبي صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قال: (الرِّبَا ثَلَاثَةٌ وَسَبْعُونَ بَاباً أَيْسَرُهَا مِثْلُ أَنْ يَنْكَحَ الرَّجُلُ أُمَّهُ، وَإِنَّ أَرْبَى الرِّبَا عَرْضُ الرَّجُلِ الْمُسْلِمِ)⁴. عَنْ أَبِي سَعِيدٍ الْخُدْرِيِّ قَالَ: (قَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ: الذَّهَبُ بِالذَّهَبِ، وَالْفِضَّةُ بِالْفِضَّةِ، وَالْبُرُّ بِالْبُرِّ، وَالشَّعِيرُ بِالشَّعِيرِ، وَالتَّمْرُ بِالتَّمْرِ، وَالْمِلْحُ بِالْمِلْحِ، مِثْلًا بِمِثْلِ يَدًا بِيَدٍ، فَمَنْ زَادَ أَوْ اسْتَرَادَ فَقَدْ أَرْبَى، الْأَخْذُ وَالْمُعْطَى فِيهِ سَوَاءٌ)⁵ رَوَاهُ مُسْلِمٌ.

3- من الإجماع: قول شيخ الاسلام ابن تيمية: "نص النهي عن الربا في القرآن يتناول كل ما نهى عنه من ربا النسيئة، والفضل، والقرض الذي يجر منفعة وغير ذلك"⁶. فلا يحل إقراض

¹ البيهقي احمد ابن الحسين، تحقيق محمد عبد القادر عطا، السنن الكبرى، الجزء الخامس، كتاب البيوع، الطبعة الثالثة، دار الكتب العلمية، بيروت، 1424هـ/2002م، ص 450.

² الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة والمزارعة، باب لعن آكل الربا وموكله، برقم 1597، ص 1219.

³ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب الإيمان، باب الكبائر وأكبرها، برقم 89، ص 92.

⁴ ابن ماجه، سنن ابن ماجه، كتاب التجارات، باب التغليظ في الربا، مرجع سبق ذكره، حديث رقم 2274، ص 464.

⁵ الامام مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، كتاب المساقاة، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقدا، حديث رقم 1584، ص 1211.

⁶ ابن تيمية تقي الدين احمد، مجموعة الفتاوى، باب الربا، مرجع سبق ذكره، 413/1.

شيء يرد إليك أقل أو أكثر، ولا من نوع آخر أصلاً، لكن مثل ما أقرضت في نوعه ومقداره، يقول ابن قدامة: "كل قرض شرط فيه أن يزيده فهو حرام بغير خلاف"¹.

وهذه الفوائد هي عين الربا النسيئة الذي لا خلاف في حرمة، وممن حرّمها من المجامع العامة:

- المؤتمر الإسلامي الثاني لمجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة المنعقد في 1485هـ حيث نصّ على أنّ سائر أنواع الإقراض نظير فائدة كلها من المعاملات الربوية، وهي محرمة².
- لجنة الفتوى بالأزهر في 28 فبراير 1988م
- مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في جدة بالمملكة العربية السعودية سنة 1410هـ³.

المطلب الثاني : الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

مع بداية ظهور الصكوك استخدمت تسمية السندات الإسلامية، ذلك لإعتبارها أقرب الأدوات المالية التقليدية لفكرة الصكوك. وذلك لعدة اعتبارات تمثل جانب الإتفاق بين الصكوك والسندات، إلا أن ذلك أدى إلى الوقوع في الخلط لدى الكثيرين، فقد استخدم المصطلح الإنجليزي (Securitisation) بمعنى التسنيذ للتعبير عن إصدار الصكوك، بينما هذا المصطلح يعني عملية تحويل القروض الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فهو بذلك مرادف لسندات الدين المحرمة شرعاً⁴. ما استدعى ضرورة استخدام مصطلح متفرد وهو تصكيك الصكوك للتعبير عن الإختلاف الجوهرى بينهما.

الفرع الأول: أوجه الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

تتشارك الصكوك والسندات في أن:

¹ ابن قدامة موفق الدين، المغنى، الجزء السادس، باب القرض، مرجع سبق ذكره، ص439.

² القرضاوي يوسف، فوائد البنوك هي الربا الحرام، مرجع سبق ذكره، ص142.

³ قرار رقم 60(11/6)، بشأن السندات، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص1273.

⁴ حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مداخلة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 10 و11 جمادى الآخرة 1431هـ/ 24 و25 ماي 2010م، ص5.

- تتفق الصكوك والسندات في أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل الجهة المصدرة لها، حكومية او خاصة.
- يتم إصدار كل من الصكوك والسندات بقيمة إسمية، حيث يتضمن هيكل إصدارهما ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعارها، كما تتفق بعض الصكوك مع السندات في أنّ لهما عائدا متوقعا مرتبطا بالقيمة الإسمية للإصدار¹.
- كما تفيد الأداتان في التحكم في حجم السيولة النقدية المتداولة، فهما تلعبان دورا في تحقيق الإستقرار الإقتصادي، فتقل بذلك مخاطر التقلبات².
- تصدر الصكوك والسندات بمدة زمنية محددة، بحيث يتم إستردادها أو إطفائها عند إنتهاء الفترة المعلنة عليها والغرض الذي انشئت لأجلها.
- تصنف كل من الصكوك والسندات ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر، وذات الإستقرار الكبير³، مما يجعلها ذات جاذبية بالنسبة للراغبين في الإستثمار طويل الأجل.
- تتوافق الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية فيما يتعلق بالأمور التنظيمية والإجرائية، والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار ومدة الإصدار ووكيل الدفع والمتعهد بالتغطية وأمين الإستثمار و التداول في السوق الثانوية والتسويق والدور المنوط للجهات الرقابية والإشرافية... وغيرها⁴.

الفرع الثاني: أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

- رغم توافق الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في بعض النقاط المشتركة كما أشرنا إليها، إلا أنّ بين الأداتين إختلافات جوهرية نوردتها في ما يلي:
- أهم أوجه الاختلاف هو أنّ السندات الربوية أوراق مالية محرر ، والصكوك أدوات مالية مباحة مهيكلة على أساس عقد شرعي قائم على صيغة من صيغ التمويل الإسلامي.

¹ حامد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مداخلة ضمن ندوة الصكوك الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، من 10 إلى 12 شعبان 1431هـ / 24 إلى 26 ماي 2010م، ص3.

² حمزة الفخر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 4.

³ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص12.

⁴ اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 26.

- يمثل الصك حصة في ملكية موجودات مشروع أو نشاط استثماري خاص، فحق صاحب الصك أو السهم هو حق عيني يتعلق بموجودات المشروع أو الشركة، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بموجودات عينية¹.
- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريقة مباشرة، لأن مالكه يستحق القيمة الإسمية لسنده في مواعيد الإستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف صك الإستثمار الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع².
- في حالة عدم تغطية الصكوك المكتتب فيها للقيمة المطلوبة للإصدار، والضرورية للمشروع فإنه لا يتم الإصدار وترد القيم المدفوعة للمكتتبين، أمّا الإكتتاب في السندات فلا يرتبط بمشروع محدد، وبالتالي يمكن تجميع ما يلزم من تمويل من قروض ربوية منفصلة³.
- إيرادات الصكوك ليست بفوائد على القيمة الإسمية، وإنما هي متأتية من عوائد النشاط الإستثماري لأصول الصكوك (إستثمار الأموال المجمعة من عملية إصدار الصكوك)، أو الإيراد من الأصول التي يملكونها (عملية تصكيك للأصول)⁴. فإذا كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائده محقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإذا كان صك مضاربة فعائده يتحقق من ربح المضاربة⁵.
- في حالة تصفية المشروع يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المنصوص عليها في نشرة الإصدار، أما الصك الإسلامي فلا يعطي حامله أي أولوية عند التصفية، وإنما تصرف له نسبه مما يتبقى من موجودات المشروع التي تم تصكيكها قبل إصدار الصكوك.

¹ فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، الشارقة، 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق 26 - 30 إبريل 2009م، ص 18.

² فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص 18.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص 21.

⁴ محمد علي القري، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، الشارقة، 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق 26 - 30 إبريل 2009م، ص 4.

⁵ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 15.

الجدول رقم 03: أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

وجه الاختلاف	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
الشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات ، أي مشاركة في ملكية الموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة وتعد من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل ، والصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.	قرض بفائدة دورية ، ومالكه لا يتحمل أية خسائر ، حيث لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة ويعد من استثمارات طويلة الأجل ، ويمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.
الجهة المصدرة	تصدر الصكوك جهة مالكة لأصول او ترغب في تملكها أو تنشئها	تصدر عن جهة قائمة ترغب في جمع رأس مال لتمويل معين، او توسيع مشروع قائم.
آلية الإصدار	الإكتتاب العام ، وتتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية التي يجب ان تلتزم بها الجهة المصدرة إلتزاماً تاماً.	الإكتتاب العام، ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية ولا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية.
التداول	قابليتها للتداول، مع مراعاة حالة الموجودات حيث يعد الصك دليلاً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء (استثناءً فإن صكوك البيوع لا تتداول)	قابليتها للتداول السند لا يعنى نقل الملكية بالحصة ، بل بيع دين آجل بنقد حالي
الاجل او المدة	مدة استمرارية المشروع أو النشاط المعنى ، وترتبط المدة به وتنتهى بإنتهائه.	المدة لا ترتبط بإنتهاء المشروع أو النشاط قد تزيد أو تنقص عن مدة المشروع
الارباح او الفوائد	ربح غير مقطوع أو غير محدد ، إنما طبقاً لقاعدة " الغنم بالغرم " أي مبدأ	الفوائد دورية مسبقاً بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه

<p>(خسائر).</p>	<p>المشاركة في الأرباح والخسائر</p>	
<p>الممول لا يشارك في تحمل المخاطر</p>	<p>الممول يشارك في تحمل مخاطر الصكوك، وهي ورقة مالية متدنية المخاطر .</p>	<p>المخاطر</p>
<p>قابلة للتحويل إلى أسهم</p>	<p>غير قابلة للتحويل إلى أسهم ، لأن الصكوك عبارة عن مشروعات أو أنشطة قائمة.</p>	<p>القابلية للتحويل الى اسهم</p>
<p>تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم مقرضين لدين نقدي</p>	<p>تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك ، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب أو أصحاب الأموال.</p>	<p>التمثيل القانوني للمالكين</p>
<p>تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد ، بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروع أو النشاط</p>	<p>لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك المبنية على المضاربة ، ويمكن شرعاً أن يتبرع طرف ثالث بالضمان ، شريطة أن يكون منفصلاً في شخصيته ، مستقلاً بذمته المالية عن طرفي العقد</p>	<p>ضمان رأس المال</p>
<p>يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار ، أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار ، وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار</p>	<p>يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار ، أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار ، مع مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك.</p>	<p>الاطفاء</p>
<p>فقط قرض بفائدة</p>	<p>مرابحة مضاربة</p>	<p>طبيعة العقد الاستثمار</p>

الجوانب المحاسبية	غالبا هي أداة تمويل خارج الميزانية	أداة تمويل ضمن قائمة الخصوم
-------------------	------------------------------------	-----------------------------

المصدر: أحمد شعبان محمد علي ، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014م ، ص ص 40 41، بتصرف.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، فهي بدورها معرضة للمخاطرة كباقي الأوراق المالية. سنقوم في هذا المبحث بالتطرق لمفاهيم العائد والمخاطرة، وطرق قياسها بالإضافة لنظرة الشريعة الإسلامية للمخاطرة، كما سنستعرض مختلف مخاطر الصكوك الإسلامية سواء التي تشترك فيها مع باقي الأوراق المالية، أو التي تنفرد بها الصكوك دون سواها.

المطلب الأول: العائد والمخاطرة وطرق قياسها

الفرع الأول: العائد

1- مفهوم العائد: يعرف العائد على الإستثمار بأنه المكافئة التي يتحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الإنتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر¹. وهو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الإستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة، إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة². ويسعى المستثمر إلى تعظيم العائد المتوقع على إستثماره في الأوراق المالية، ولكن يواجه بقاء المخاطرة التي تشير إلى إحتمال أن يكون العائد المحقق مختلفا عن العائد المتوقع³. ويعتمد تقدير العوائد على أسعار المؤشرات، التي بدورها تعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي⁴.

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشيد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2018، ص 90.

² دريد كامل ال شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2015، ص 61.

³ محمود الفاتح، ادارة التمويل المصرفي، الطبعة الاولى، الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 2020، ص 83.

⁴ محمد شاهين، الاسواق المالية بين الارباح والخسائر - العوائد والمخاطر -، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص 184.

والعائد في الصكوك الإسلامية هو المقابل الذي يهدف حامل الصك الإسلامي الحصول عليه، لقاء استثماره في الصكوك التي إكتتاب فيها. بغرض تنمية أملاكه كما في الإستثمار التقليدي، حيث يتحصل حامل الصك الإسلامي على توزيعات الأرباح، يتلقاها بشكل دوري وثابت في بعض هياكل الصكوك كالإجارة، أو في شكل عوائد متغيرة إذا كان الصك بصيغة المضاربة مثلا. إضافة إلى الحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التداول وإعادة بيع الصك بمبلغ يفوق قيمته الإسمية، أو في حالة تنضيف الصكوك عند إطفاءها. كما يحصل حامل الصك على عائد من نوع آخر وهو أجر الإستثمار الاسلامي¹.

2- أنواع العائد: وهي:

أ- **العوائد الفعلية:** وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلا، بين شراءه للورقة المالية وبيعه لها. وقد يكون هذا العائد إيراديا يتم تحصيله دوريا، أو يكون عائدا رأسماليا، أو مزيجا من الاثنين.

ب- **العوائد المتوقعة:** وهو العائد الذي يتوقع حامل الورقة المالية الحصول عليه مستقبلا، أي أنه صياغة توزيع إحتمالي لمعدلات العائد المحتملة.

ت- **العوائد المرغوب فيها أو المطلوبة:** وهو العائد الذي يرغب الحامل الورقة المالية الحصول عليه، وعادة ما يتناسب مع نسبة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

الفرع الثاني: المخاطرة وطرق قياسها

1- مفهوم المخاطرة:

المخاطرة لغة: من الخطر ومعناه الإشراف على هلكة²، وخوف التلف، والمراهنة، وهي معاني تدور حول التردد والإحتمال بين وقوع الشيء وعدم وقوعه، ولا يطلق الخطر على الأمر المحذور وقوعه إلا قبل وقوعه، وهو ناتج عن جهل الانسان وقصور علمه بحقائق الواقع³.

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الاسلامية وإدارة مخاطرها ، مرجع سبق ذكره، ص121.

² ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص1197.

³ العمراني عبد الله بن محمد، الضمانات في الصكوك الاسلامية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية ، العدد السادس عشر، الرياض، جمادى الآخرة/ رمضان، 1434هـ/2013م، ص235.

إصطلاحاً: تعد المخاطر أحد متغيري القرار الإستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر، والمخاطر بمفهومها الاصطلاحي الشرعي والإقتصادي لا تخرج عن مفهومها اللغوي فهي إحتمال الخسارة أو التقلب في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً¹، وهو النتيجة التي يمكن التعرض لها بسبب التغيرات غير المؤكدة². وهو مفهوم موضوعي، يمكن قياسه كمياً، يشير إلى خسائر محتملة، حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر، ولا يمكن التنبؤ بأيهما سوف يحدث فعلاً³. ويمثل التقلب مدى تأرجح أسعار الأصول المالية حول متوسط السعر. فغالبا ما يستخدم مصطلح المخاطرة للإشارة إلى تقلبات العوائد، بحيث كلما زادت التقلبات زادت المخاطر⁴.

أما في المفهوم الفقهي: فقد ورد عن علماء الشريعة إستخدامهم للفظ الغرر. والغرر من التَّغْرِيرِ، والغارُّ هو الغافل، ويقال بيع الغرر ما كان له ظاهر يغرُّ المشتري وباطن مجهول. وهو بيع محرّم. إلا أنّ مفهوم المخاطرة يختلف عن الغرر، فالمخاطرة الناتجة عن الجهل بالمبيع أو بالثمن هي مقامرة وغرر. أمّا المخاطرة بسبب عدم تحقق العائد في إستثمار معلوم فليست غررا. وهي من أهم خصائص الإستثمار الإسلامي، التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد للمقرض بالفائدة⁵. والقائمة على مبدأ الغنم بالغرم والخراج بالضمان.

2- أنواع المخاطر: تتعدد المخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات عموماً، ويعد أكثر التقسيمات شيوعاً، هو تصنيف المخاطر الكلية Total Risk إلى نوعين رئيسيين:

أ- المخاطر المنتظمة (العامة): تشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع Undiversifiable، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، لذا يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق Market Risk⁶. وتحدث عادة بسبب عوامل سياسية وبيئية

¹ Petty.J., et al., **Basic Financial Management**, Prentice-Hall, 6th, 2002, p306.

² Gastineau.G.I, Kiritzman, M.P., **The dictionary of financial risk management**, N.Y, Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p241.

³ محمد شاهين، محافظ الأوراق المالية -إدارة تحليل تقييم-، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص148.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ارشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، 2018، ص101.

⁵ عبد الستار أبو غدة. **المخاطر في الصكوك**، مداخلة في إطار ندوة الصكوك الاسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 10 و 11 جمادى الآخرة 1431هـ/ 24 و 25 ماي 2010م، ص 2.

⁶ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م، ص 256.

أو إقتصادية عامة. كحالات الكساد أو التضخم، والإضرابات العامة والأزمات التي تؤثر على السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على مجالات معينة أو مشاريع محددة.

ب- **المخاطر الغير المنتظمة (الخاصة):** تشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع Diversifiable، من خلال إختيار محفظة مالية تضم أوراقا مالية ذات عوائد غير مرتبطة، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة Company Specific Risk¹. وهي مخاطر لا تتأثر بها الأسواق المالية برمتها، وإنما تختص بها ورقة معينة، أو مشروع محدد. كما يمكن التنبؤ بها وبالتالي تجنبها وإدارتها والسيطرة عليها. وأهمها مخاطر الائتمان ومخاطر السوق.

3- **قياس المخاطر:** تزداد المخاطر كلما زاد إحتمال تشتت العائد Variance عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر يمكن قياس هذا التشتت كميًا. وهناك عدة طرق لقياس التقلبات، بما في ذلك معاملات بيتا، ونماذج تسعير الخيارات، والطرق الإحصائية على غرار:

- **التوزيعات الاحتمالية (probability Distribution):** حيث تمثل قيمة كل إحتمال فرصة لتحقيق مقدار من العائد، وتمثل التوزيعات نموذجًا يرتبط بالإحتمالات الإحصائية للعوائد الممكنة.
- **تحليل الحساسية (Snsitivity Analysis):** يعتمد مقياس تحليل الحساسية على إحتمالات تحقق العائد بإستعمال المدى.
- **معامل الإختلاف (coefficient of variation):** يستخدم معامل الإختلاف للمقارنة بين مخاطر الإستثمارات ذات العوائد المتوقعة المختلفة. ويعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، فهو مقياس للتشتت النسبي، كلما إرتفعت قيمته دلّ ذلك على إرتفاع مستوى الخطر. ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية²

$$CV = \frac{\sigma}{R}$$

حيث أن:

σ : يمثل الإنحراف المعياري

¹ اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص3.

² عبد الكريم قندوز، التحوط و ادارة الخطر مدخل مالي، دار اي-كتب، لندن، بريطانيا، الطبعة الاولى، 2018، ص68.

\bar{R} : يمثل معدل العائد المتوقع المرجح

- **الانحراف المعياري (Standard Deviation):** هو أحد أشهر المقياس، يقيس المخاطرة من خلال قياس مدى تشتت العوائد المحتملة عن الوسط الحسابي لعائدات الورقة المالية المتوقعة للعائد. وهو من أهم الأدوات الإحصائية، حيث كلما زادت قيمة الانحراف المعياري، زاد التشتت أو تقلب العوائد دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر. والعكس صحيح، كلما قلت قيمة التشتت دل ذلك على أن الإستثمار في الورقة ينطوي على مخاطر أقل. ويمثل الانحراف المعياري الجذر التربيعي للتباين، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية¹:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_T - \bar{R})^2}$$

حيث:

σ : الانحراف المعياري

n : المدة التي سجلت فيها قيم العائد المراد تقييم تشتتها

R_T : قيمة العائد في الزمن t

\bar{R} : متوسط العائد

إلا أنّ ما يعاب على مقياس الانحراف المعياري، أنّه يعطي قيمة واحدة تعبر عن كل الفترة المراد تقييمها، وهو ما لا يتماشى مع طبيعة بعض البيانات، خاصة السلاسل المالية المعروفة بتباينها المتغير. لذا فالانحراف المعياري يعبر عن تباين غير مشروط كونه لا يقيس التذبذب أو التباين الذي يحصل في السلسلة في الفترات الماضية². وهو ما جعل معظم نتائج التقارير أثناء البحث عن نموذج نسبي للتباين المرتبط بالزمن غير

¹ عبد الكريم قندوز، التحوط و ادارة الخطر مدخل مالي، مرجع سبق ذكره، ص68.

² عبد الحكيم سعيح، و زكرياء خدير، طريقة كشف السلاسل الزمنية المالية (التذبذب و اثر ARCH)، ورقة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى

الوطني حول البحوث النوعية و الكمية في منهج البحث العلمي، تيبازة، 2018.

مقنعة حتى جاءت مفاهيم ARCH¹ والتي سنتمدها في دراستنا التطبيقية للمقارنة بين مخاطر الصكوك والسندات.

• **معامل الارتباط Correlation:** هو أحد المقاييس المعتمدة لقياس قوة العلاقة بين متغيرين، كحساب معامل ارتباط عائد ورقة مالية مع عائد السوق، أو الارتباط بين ورقتين ماليتين. بهدف تقييم مدى تنوع المحفظة المالية والتي هي محصلة مخاطر الإستثمار في عدة أوراق مالية. حيث تنحصر قيمة معامل الارتباط P بين $-1 < P < +1$. يكون الارتباط قويا كلما إقتربنا من الحدين -1 ويكون ارتباطاً عكسية، ومن $+1$ ويكون ارتباطاً طردياً، في حين تدل قيمة معامل الارتباط القريبة من الصفر 0 على ضعف العلاقة بين المتغيرين. ويعطى بالعلاقة التالية:

$$P_{im} = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_i \sigma_m}$$

4- التأصيل الشرعي للمخاطرة:

قال شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله: "الخطر خطران: خطر التجارة، وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعهها بربح ويتوكل على الله في ذلك، فهذا لا بد منه للتجار، والتاجر يتوكل على الله، يطلب منه أن يأتي من يشتري السلعة وأن يبيعهها بربح، وإن كان قد يخسر أحياناً، فالتجارة لا تكون إلا كذلك. والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله". لذلك فإن المخاطرة نوعان:

- **المخاطرة الجائزة:** وهي تلك المخاطرة التي تكون ناشئة عن تملك السلعة، وتحمل المالك التبعة والمسئولية الناشئة عن تلفها أو نقصان قيمتها، فهذه مخاطرة مباحة، بل لا تتفك عنها أي مبادلة تجارية. هذه المخاطرة هي المقصودة في النصوص الشرعية التي تربط ما بين الربح والضمان. فتملك السلعة ينشأ عنه ضمانها، وهذا الضمان ينشأ عنه مخاطرة، وبه يُستحق الربح، فإذا تجرد الأمر عن هذا الضمان فلا ربح. ومن ذلك النهي عن ربح ما لم يضمن. وأساسها قاعدة «الخارج بالضمان»، ومنها جاء النهي عن بيع الإنسان ما لا يملك،

¹ Michel Terazza, Ali Zatout, Modélisation De L'hétéroscédasticité Conditionnelle Du Prix Spot Du Marché Pétrolier De L'o.C.D.E , Journal De La Société Statistique De Paris , Vol 3, 1993,P 25

وعن بيع ما لم يقبض. والمتأمل في هذه النصوص يلاحظ أنها جاءت بلفظ الضمان دون المخاطرة، مع أن الضمان نوع من المخاطرة، وذلك لأن المخاطرة ليست مقصودة للشارع، وكلما أمكن تجنبها فهو أفضل، بخلاف تحمل تبعة العين وضمانها، فلا ربح لمن لم يضمن، ولا يستحق النماء من لم يتحمل هذه المخاطرة.

- **المخاطرة المحرمة:** وهي المخاطرة التي يكون منشؤها الجهالة والغرر إمّا في المعقود عليه، أو في الأجل أو الصيغة أو غيرها، مما هو مقصود في العقد، فهذا النوع من المخاطر الأصل فيه التحريم، لما فيه من المقامرة والغرر. فإن كانت المخاطرة في مسابقة أو مغالبة فهي من القمار، وإن كانت في مبادلة تجارية فهي من الغرر.¹

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ الغنم بالغرم أو المشاركة في الربح والخسارة، وبذلك فهي معرضة لمخاطر متعددة تختلف باختلاف صيغة التمويل الإسلامية التي يصدر على أساسها الصك الإسلامي. منها ما تشترك فيه مع غيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومنها مخاطر تتعلق بخصوصية الصكوك الإسلامية، تنفرد بها دون سواها من الأوراق المالية.

الفرع الأول: مخاطر الصكوك المشتركة مع باقي الأوراق المالية

تتعرض الصكوك عموماً لمخاطر تتعرض لها باقي الأوراق المالية، وهي:

أ- مخاطر الائتمان Credit Risk :

عموماً تقع مخاطر الائتمان في حالة عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، وهي من المخاطر التي تواجه مختلف الإستثمارات في الأوراق المالية، وبما أن السندات تقوم على الفائدة الربوية فإن حاملها يحصل على الفوائد طوال فترة التأخير، مما يحفظ له جريان العائد على الديون المتأخرة، وبالتالي يلزم بضرورة حرصه على تسديد الإلتزامات في أوقاتها، أما الصكوك باعتبارها خالية من الفوائد فإنها تقوت الفرص الإستثمارية خلال فترة التأخير وتحرم حاملها من العائد في حالة

¹ الضير الصديق محمد الامين، الغرر وأثره في العقود وآثاره في الفقه الاسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الثانية، جدة، 1416هـ/ 1995م، ص77.

تعثرها¹. ومخاطر الائتمان في الصكوك الإسلامية تأخذ أوجها متعددة، فتعني عدم وفاء العميل بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لإستثمارات صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة والاستصناع، أو عدم رغبته في إستلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده، في حالة إعتبار الوعد غير ملزم في صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في إستلام السلعة المصنعة إذا كان عقد الإستصناع جائز غير ملزم في إستثمارات صكوك الإستصناع، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لإستثمارات صكوك الإجارة والمرابحة ، أو عدم الإلتزام بتموين السلع المتفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لإستثمارات صكوك السلم².

وترتبط مخاطر الائتمان أكثر بالعقود التي يتولد منها المديونية، كصكوك السلم وصكوك المرابحة وصكوك الاستصناع، لا في عقود الأمانة كالوكالة، والمضاربة والمشاركة³.

ب- مخاطر السوق Market Risk:

تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة، حيث ترجع لإتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل إقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء كانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار وسوق التداول⁴. تتعرض الصكوك الإسلامية أيضا لهذا النوع من المخاطر، وتنقسم الى نوعين:

1- مخاطر سوق الأصول الحقيقية Real Assets Market Risk: بإعتبار أنّ الصكوك

تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تخضع لتأثير الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الإقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق⁵.

2- مخاطر سوق المال Capital Market Risk: نتقسم بدورها إلى:

- **مخاطر سعر الصرف:** تحدث هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الأجلة. حيث تتخفف قيمة الورقة المالية عند البيع بسبب إنخفاض سعر عملة الشراء. ما يترتب عليه خسائر بمقدار إنخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل

¹ حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 4.

³ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص 106.

⁴ اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 4.

⁵ اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 4.

العملات الأخرى، كذلك الأمر بالنسبة للصكوك فيؤثر إنخفاض سعر الصرف عند إصدار الصكوك بعملة معينة وإستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو إلتزامات الدفع، خاصة في عمليات المرابحات والتجارة الدولية¹.

- **مخاطر أسعار الفائدة:** تحدث هذه المخاطر نتيجة لتغيرات مستوى أسعار الفائدة في الأسواق، وهي تصيب كل أنواع الإستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الإستثمار ذاته، حيث أنّ إرتفاع مستويات أسعار الفائدة في السوق، يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح ، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الإستثمار². وعلى الرغم من أنّ الصكوك الإسلامية، لا تتعامل بشكل مباشر بأسعار الفائدة، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا إتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمرابحة³. لذا فإنها تتأثر بتقلبات أسعار الفائدة بطريقة غير مباشرة، كما قد تتعرض لمخاطر معدل العائد في سياق المخاطر الإجمالية، وأي ارتفاع في المعدلات القياسية المقارنة قد يؤدي إلى توقع حملة الصكوك لمعدل عائد أعلى، وتختلف معدلات العائد عن سعر الفائدة من حيث إرتباط عوائد الصكوك بنتائج الأنشطة الإستثمارية التي تستند عليها ولا يمكن تحديدها مسبقاً بدقة⁴.

- **مخاطر أسعار الأوراق المالية:** تتقلب أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال بفعل عدة مؤثرات، منها العرض والطلب، ومنها مؤثرات أخرى كالإحتكار والإشاعات وعمليات البيع والشراء الصوري وغيرها، وهو ما يؤثر على قيمة الأوراق المالية بما فيها الصكوك الإسلامية.

- **مخاطر التضخم:** تنشأ هذه المخاطر نتيجة إنخفاض القوة الشرائية للنقود بإرتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لإنخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون. أما في حالة الصكوك ذات العائد الثابت نسبياً كصكوك الإجارة، فتعدّ الأكثر تأثراً بالتضخم، من خلال إنخفاض القيمة الحقيقية للعائد

1 نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص104.

2 اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص5.

3 قندوز عبد الكريم ، التحوط وإدارة الخطر، دار إي-كتب، لندن، 2018م. ص389.

4 نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص105.

الدوري المحقق¹. خاصة إذا طالت مدة الإستحقاق. وتجدر الإشارة إلى أن الصكوك الإسلامية قد تتأثر إيجابيا بالتضخم²، فباعتبارها تمثل موجودات عينية فإنه في حالة تصفيتها وتحويلها على سيولة نقدية، سترتفع حصيلتها مع إرتفاع المستوى العام للأسعار بفعل التضخم. ما يؤدي إلى إرتفاع عائدات الصكوك، وإرتفاع قيمة الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك في حالة إطفائها.

3- **مخاطر التشغيل Operation Risk**: هي احتمالية الخسارة التي قد تنشأ عن فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية، و الأنظمة، والعاملين، وأحداث خارجية، وقد تكون هذه المخاطر بسبب الإختلاس والسرقة، الجرائم الالكترونية، التزوير، تزيف العملات³. وحسب إتفاقية بازل للرقابة المصرفية فإن المخاطر التشغيلية تشمل كذلك المخاطر القانونية، وهي المخاطر الناتجة عن الإختلاسات والسرقة والتزوير والأخطاء البشرية، المقصودة والغير المقصودة، والأخطاء الفنية أو الحوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في إستثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في إستثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك. وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا ، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك أثارا على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية⁴.

1 محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2019، ص 189.

2 حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص93.

3 لخلو بوخاري، وليد عايب، اليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، واثر الازمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية واحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي برج بوعريريج، 2011، ص630.

4 اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص5.

4- **مخاطر السيولة Liquidity Risk**: تندرج ضمن المخاطر غير النظامية، وهي إحتمال مواجهة مشاكل في توفير السيولة اللازمة لمواجهة الإلتزامات المستحقة. وتقع عند تعرّض المصدر للصكوك إلى خسائر محتملة تنشأ عن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، أو تمويل الزيادة في الموجودات عند إستحقاقها دون أن يتكبد تكاليف أو خسائر غير مقبولة¹، وترتبط هذه المخاطر في الصكوك أيضا من خلال عدم مقدرة حامل الصك على تسويله، أو الحصول على السيولة المطلوبة في الوقت المناسب، إما بسبب ضعف الأسواق الثانوية لتداول الصكوك، أو عدم شرعية تداولها بسبب تحول أصولها إلى ديون.

الفرع الثاني: المخاطر التي تنفرد بها الصكوك

1- **مخاطر المخالفات الشرعية**: وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة، حيث ترجع إلى إستخدام أموال الصكوك في إستثمارات محرمة، سواء كانت محرّمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرّمات لكسبها كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ.²، حيث أن مخالفة الصكوك لأحكام الشريعة في أي مرحلة من مراحل إصدار أو تداول أو إطفاء الصكوك تؤدي إلى فساد شروط الصك، أو بطلانه كليا. وصور المخالفة الشريعة الإسلامية في الصكوك كثيرة، تختلف باختلاف صيغة التمويل الإسلامية التي صدر بها الصك، والتي تستدعي دراسة خاصة بكل إصدار ورقابة مزامنة لكل مرحلة من مراحلها. كما أنّ مسألة الخلاف الفقهي بين مجيز ومانع، تؤثر وبشكل كبير على سيولة الصكوك، على إعتبار أنّ المستثمر في الصكوك يأخذ مسألة المطابقة الشرعية بالمقام الأول، كما يؤثر كذلك على التصنيف الائتماني للصكوك من قبل وكالات التصنيف، في حال كانت هذه الصكوك تخضع لإختصاص المحاكم الشرعية³.

¹ المعيار رقم 01، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات - عدا المؤسسات التأمينية - التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، الصادر في ديسمبر 2005، متاح على الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية:

https://www.ifsb.org/ar_published.php

² أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص5.

³ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص112.

2- **مخاطر أصول الصكوك:** تمثل الصكوك الإستثمارية أصولاً غير نقدية، قد تكون أعياناً أو سلعا تباع وتشتري، وقد تكون عقارات أو وسائل ومعدات يتم إستغلالها، وبالتالي فإن هذه الأصول معرضة للتلف وإنخفاض قيمتها مع مرور الوقت. إضافة لمخاطر الضياع أو الهلاك. ما يجعلها أشدّ المخاطر المشار إليها، التي تواجه الصكوك الإسلامية، لأن ضياع الأصل يؤدي إلى ضياع العائد أيضاً¹.

3- المخاطر المتعلقة بصيغ التمويل:

أ- **مخاطر الإستثمار في صكوك المضاربة:** إنّ أبرز المخاطر التي تواجه المستثمر في صيغة المضاربة، هي المخاطر الأخلاقية، وعدم التزام المضارب بشروط العقد، أو تقصيره، أو إستخدامه للتزوير والإحتيال والخيانة، في الحسابات المالية الخاصة بأصحاب راس مال المضاربة². وتعارض المصالح وعدم تماثل المعلومة بين أصحاب المال أي حملة الصكوك والمضارب، بحكم أنّ للمضارب معلومات عن المشروع المطلوب تمويله أكثر من حملة الصكوك. بالإضافة إلى مشكلة عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة، حيث أنّ المضاربة تقتض توفر عنصر الأمانة والثقة، والضمان الوحيد فيها هو حسن الإدارة وعدم التعدي على مال حملة الصكوك، والذين ليس لهم حق التدخل في إدارة المشروع كشرط أساسي لصحة المضاربة، مما يجعل يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة³، إضافة لعدم وجود معايير دقيقة يمكن بها إثبات تعدي المضارب وتقصيره في حقوق حملة الصكوك، لأنّ أسباب الخسارة لا تتعلق بالمضارب فقط، فقد تكون الخسارة بسبب سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة.

ب- **مخاطر الإستثمار في صكوك المشاركة:** تعتبر صيغة المشاركة أساس صيغ التمويل الإسلامية لقيامها على مبدأ الغنم بالغرم، حيث يشجع الاقتصاد الإسلامي على توظيف الأموال وفق صيغ المشاركة والمضاربة بدلاً من الإقتصار على إستخدام الصيغ ذات العائد الثابت مثل المرابحة والإجارة والاستصناع، ولكن الإستثمار وفق صيغة المشاركة يمكن أن

¹ عبد الستار أبو غدة. المخاطر في الصكوك، مرجع سبق ذكره، ص4.

² حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص81.

³ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان إدارة المخاطر التنظيم والإشراف، في 6-7 أكتوبر 2012، الأردن، ص 13.

يكون أكثر عرضة للمخاطرة، نظراً لقيامها على مبدأ تقاسم الخسائر، والتي من أبرزها المخاطر المتعلقة بالعرض والطلب¹، والتي قد تؤدي لانخفاض أسعار السلع أو الخدمات موضوع المشاركة، أو انخفاض القيمة السوقية لهذه الأصول عند التصفية. بالإضافة للمخاطر الأخلاقية المتمثلة في سوء وعدم كفاءة الإدارة، حيث يدير مشروع المشاركة حملة الصكوك أنفسهم، أو يوكلوا أحدهم بذلك، وما يتبع ذلك من تقصير أو تعدي.

ت- **مخاطر الإستثمار في صكوك الإجارة:** تعدّ صيغة الإجارة من أهم صيغ التمويل الإسلامية، لما توفره من مزايا للمستأجر والمؤجر معاً، ويعتبر عقد الإجارة من العقود الناجحة للصكوك لتدني مخاطرها وذلك لإعتمادها على عائد الثابت ومستقر، ورغم ذلك فقد تواجه صكوك الإجارة مخاطر الائتمان بسبب التأخر أو المماطلة في سداد الأقساط من طرف المستأجر، وعدم الوفاء بالتزاماته التعاقدية، وهو ما يؤدي إلى زوال الإستقرار الذي تتميز به صيغة الإجارة². إضافة لمخاطر السوق بسبب تغير سعر الفائدة الذي يتخذ كسعر مرجعي في تحديد أقساط العوائد الدورية، وكذا مخاطر تغير أسعار الصرف وارتفاع نسبة التضخم النقدي خاصة في حالة إعتداد فترات طويلة للسداد، بالإضافة إلى مخاطر الأصول نتيجة تلف الأصول المؤجرة، والتي تعد أساس وجود صكوك الإجارة، أو عدم القدرة على التنبؤ بنفقات الصيانة بدقة وهي من المخاطر تشغيلية.

ث- **مخاطر الإستثمار في صكوك السلم:** يواجه عقد السلم العديد من المخاطر بالذات مخاطر الائتمان، والملاحظ أن المخاطر في صيغة السلم على ثلاث مستويات مخاطر الأصول التي تكون سببها مخاطر الائتمان كعدم تسلم السلعة كلياً لتلفها أو بسبب الخيانة، ومخاطر تتعلق بعدم الالتزام بتواريخ تسليم البضاعة لأي سبب كتماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالمواصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل³. وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم وعلى هذا الأساس ينتظرون تسلم السلعة في تاريخ محدد. فإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة،

¹ حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص 74.

² نفس المرجع، ص 82.

³ نفس المرجع، ص 81.

يعني إنخفاض عوائد الصكوك باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم. كما تتأثر صكوك السلم كذلك بمخاطر عدم الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم تداول صكوك السلم لأنها من باب بيع الدين¹.

ج- مخاطر الإستثمار في صكوك المرابحة: تعدّ المرابحة من أكثر العقود الإسلامية استخداماً في التمويل الإسلامي، بإعتبارها من أكثر العقود أماناً من المخاطر المختلفة، وتعتبر صكوك المرابحة أكثر الصكوك إصداراً في سوق الصكوك، إلا أنها لا تسلم أيضاً من بعض المخاطر التي غالباً ما تتشابه مع مخاطر التمويل التقليدي، أهمها مخاطر الائتمان التي تتمثل في عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها، حيث أنّ الجهة المصدرة للصكوك لا يمكنها الزيادة على الزبون المتأخر أو المماطل في سداد الأقساط، ولا أن تفرض عليه غرامات التأخير، هذا إضافة لخطر تراجع الزبون، ورجوعه عن الوعد نتيجة عدم إلزامية وعود الأمر بالشراء، في حالة صكوك المرابحة للأمر بالشراء، فتراجع العميل عن الشراء يعني اضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها. كما يمكن أن تقعد صكوك المرابحة قيمتها الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى هلاك سلعة المرابحة بكاملها وعليه إنهاء المشروع وفشله، إضافة لخطر بيع سلعة المرابحة مع وجود عيب خفي بعد تسليمها للزبون. ومن مخاطر صكوك المرابحة الخلافات الفقهية، حيث يرى مجمع الفقه الإسلامي أنّ الوعد في عقد المرابحة قد يكون ملزماً لطرف واحد وهو الزبون، بينما تعتبره جهات فقهية أخرى غير ملزم. كذلك خطر عدم الالتزام بتطبيق الدليل الإجرائي الفقهي ما يسبب الوقوع في المخالفات الشرعية كتداول صكوك المرابحة بعد تسلم سلعة المرابحة للمشتري لأنها تمثل ديوناً، أما بعد شراء سلعة المرابحة وقبل بيعها فيجوز تداول الصكوك لأنها ليست ديون.

ح- مخاطر الإستثمار في صكوك الإستصناع: تتعرض صيغة التمويل بعقد الإستصناع للعديد من المخاطر الخاصة بها، خاصة تلك التي تتعلق بالطرف الآخر، ومن أهم المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة، مخاطر تراجع الزبون عن إتمام العقد، إذا إعتبر عقد الإستصناع عقداً جائزاً غير ملزم، أو تخلف الزبون عن سداد الأقساط في موعدها، بسبب زيادة السعر، أو عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة، سواء كانت مخالفة لمعايير

¹ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص 120

الجودة، أو المعايير الخاصة التي طلبها المستصنع الأول الطالب لسلعة الاستصناع، أو تسليم سلعة رديئة. إضافة لمخاطر التخزين والنقل، ومخاطر المخالفات الشرعية حيث لا يجوز تداول صكوك الإستصناع إلا إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة حيث تعد صكوك الإستصناع نقوداً قبل تمويل السلعة المصنعة وخليطاً من النقود والأعيان أثناء مراحل التصنيع، ثم تمثل ديوناً في ذمة المشتري بعد تسليم العين المصنعة له، فيمنع التداول في المرحلة الأخيرة وتبقى الصكوك مشروعة رغم عدم مشروعيتها التداول¹.

خ- مخاطر الإستثمار في صكوك التمويل الزراعية (المزارعة ، المساقاة، المغارسة): إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية والتي تتدرج تحت المخاطر العامة، وذلك لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة إتصلاً وثيقاً بالطبيعة كالكوارث والحوادث الطبيعية، وسوء الأحوال الجوية، والآفات. خاصة إذا لم يعتمد المشروع على الطرق الحديثة والإحتياطات اللازمة للحد من تأثيرها. مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الإسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى هلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها. كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق من خلال مخاطر الأسعار كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية ، مما يؤدي إلى إنخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها².

¹ نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره ص 126

² ربيعة بن زيد، الصكوك الاسلامية وإدارة مخاطرها ، مرجع سبق ذكره، ص 167.

المبحث الثالث: طرق تقليل مخاطر الصكوك الإسلامية

يعدّ تحمل المستثمر المخاطرة من أهم خصائص الإستثمار الإسلامي، التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد للمقرض بالفائدة. وذلك وفق مبدأ "الخراج بالضمان" والمراد بالضمان تحمل التبعة سواء بالتلف أو بإنخفاض القيمة، أي أنّ ما يخرج ويتحصل من مكاسب منوط إستحقاقه شرعا بتحمل عبئه والمسؤولية عن الخسارة أو التلف في حال وقوعهما. والتحوط من المخاطر يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأهدافها، لكن الإشكال يظهر في الوسائل أو الأدوات المستخدمة لتحقيق هذا الهدف. وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم إدارة المخاطر، وموقف الشريعة الإسلامية منها في المطلب الأوّل، وفي المطلب الثاني إلى إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

المطلب الأوّل: إدارة المخاطر وموقف الشريعة الإسلامية منها

الفرع الأوّل: إدارة المخاطر

1- مفهوم إدارة المخاطر: ينظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى¹. وتعرف إدارة المخاطر بأنها ممارسة لعملية إختيار نظامية لطرائق ذات تكلفة فعالة من أجل التقليل من أثر تهديد معين على المنظمة أو المؤسسة². ويحث الإسلام على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، من خلال وضع آليات للتعامل مع المخاطر، سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكناً، أو توزيعها، أو من خلال حسن إدارتها إذا كانت من المخاطر التي لا يمكن التخلص³.

2- أساليب إدارة المخاطر: ويمكن أن نميّز ثلاث طرق أساسية لإدارة المخاطر، والتي تختلف باختلاف المخاطر بحد ذاته وهي:

أ- تجنّب المخاطرة: ويمكن تجنب المخاطرة بعدم الإقدام على الإستثمار المنشئ للمخاطرة، وذلك بإختيار المشاريع متدنية المخاطر وإجتنب الإستثمارات عالية مجازفة لتجنب فقدان رأس

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003م، ص51.

² خالد احمد علي محمد، العولمة واقتصاد المعرفة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، الطبعة الاولى، 2019، ص 214.

³ اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص5.

المال كتفضيل السندات على الأسهم مثلاً. أو بإستئجار الأصول بدل شراءها لتقادي المخاطرة المرتبطة بحياسة ملكية. إلا أن هذا النوع من الأساليب يحرم المستثمرين والمؤسسات من فرص كثيرة لتحقيق الربح. أما بالنسبة للمؤسسات المديرة للمشروع فبإمكانها تجنب بعض أنواع المخاطر، بطرق معينة كالتنويع مثلاً، وهي مخاطر يتم التخلص منها عادة بتكلفة منخفضة¹.

ب- **تقليل المخاطرة:** يمكن كذلك إدارة المخاطر المالية من خلال التحكم في شدة الخسارة إذا وقعت. فهناك نوع من المخاطر التي تجد المؤسسة نفسها مضطرة لتحملها، بحيث لا يمكنها المؤسسة تجنبها، ولا تحويلها لطرف، ومن هنا يكون عليها السعي لتقليلها قدر الامكان². مع مراعاة التكلفة، حتى لا يكلف منع الخسائر أكثر من الخسائر نفسها.

ت- **تحويل المخاطرة:** يمكن للمؤسسات إتباع أسلوب تحويل المخاطرة في بعض أنواع المخاطر القابلة للتحويل لطرف آخر، له الإستعداد لتحملها والتعامل معها بمقابل، على غرار التامين والمشتقات وحتى التوريق³. ويتم عادة التحويل من خلال عقود يتحمل بمقتضاه شخص مسؤولية شخص آخر عن الخسارة.

3- التحديات الشرعية لإدارة المخاطر: هناك العديد من التحديات القائمة بشأن إدارة المخاطر ومصادر هذه التحديات⁴:

أ- لا تتوفر المؤسسات الإسلامية على الطرق الفنية الكافية لإدارة المخاطر، وذلك نظراً لبعض المتطلبات الشرعية التي يجب مراعاتها والتقيدها بها على وجه التحديد. وتعدّ المشتقات والمقايضات والضمان التجاري وأدوات السوق النقدية والتامين التجاري وغير ذلك، من أساليب إدارة المخاطر المعتمدة في النظام التقليدي، التي لا تتيحها المؤسسات المالية الإسلامية، لمخالفتها للشريعة. ما يفرض على الهندسة المالية الإسلامية في جانب إدارة المخاطر، ضرورة إيجاد بدائل جيدة مناسبة تحل محل هذه الطرق التقليدية.

¹ قندوز عبد الكريم، التحوط وإدارة الخطر، مرجع سبق ذكره، ص44.

² نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ قندوز عبد الكريم، التحوط وإدارة الخطر، مرجع سبق ذكره، ص44.

⁴ طارق الله خان حبيب احمد، ترجمه عثمان بابكر احمد، ادارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الاسلامي للتنمية المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الاولى، جدة، المملكة العربية السعودية، 1423هـ / 2003م، ص193. بتصرف.

- ب- تؤثر بعض المسائل شرعية بصوره مباشرة على عمليات إدارة المخاطر، أهمها عدم وجود وسائل فعالة للتعامل مع المماثلة، وتحريم بيع الديون، ومنع التداول في عقود العملات الآجلة والعقود المستقبلية.
- ت- عدم توحيد العقود المالية الإسلامية بدوره يفرض تحديات صعوبة إيجاد آليات ثابتة ومناسبة لإدارة المخاطر.

الفرع الثاني: التحوط في الشريعة الإسلامية

أ- مفهوم التحوط:

- لغة: التحوط من الحيطة ويقال حاطه أي: حفظه وصانه وذّب عنه. والتحوط من الإحتياط الذي يفيد التوثق والتعاهد والوقاية والإهتمام والإحداق بالشيء¹، وهو عائد إلى الحفظ والصيانة ودفع الضرر قبل وقوعه، وتدور المعاني اللغوية على الرعاية، والوقاية، والحفظ، والتوثق².
- اصطلاحاً: التحوط هو الوقاية والإحتماء وتجنب المخاطر قدر الإمكان³. وهي الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع، وغير المرغوب⁴. وهو تبني الإجراءات والترتيبات وإختيار صيغ العقود الكفيلة بتقليل المخاطر إلى الحد الأدنى، مع المحافظة على احتمالات جيدة على العائد على الإستثمار⁵.
- فالتحوط بذلك يعني حماية رأس المال ووقايته من الخسارة أو النقص، وهو بهذا يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأهدافها، إنما الإشكالات في الأدوات والوسائل المستخدمة لتحقيق هذا الهدف⁶.

¹ العمراني عبد الله بن محمد، ضوابط التحوط في المعاملات المالية وآثاره وبدائله، الدورة الثانية لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دبي، 26 و 27 أبريل 2016م، ص3.

² نفس المرجع، ص4.

³ السويلم سامي ابن براهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، جدة، 1428هـ/2007م، ص66.

⁴ الساعاتي عبد الرحيم، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مرجع سبق ذكره، ص57.

⁵ القرني محمد علي، التحوطات البديلة عن الضمان في المشاركات والصكوك الاستثمارية، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، الدورة الثامنة عشر، جدة، 16 و 17 سبتمبر 2008م، ص10.

⁶ السويلم سامي ابن براهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص66.

ويندرج التحوط ضمن مقصد حفظ المال، حيث حرصت الشريعة الإسلامية على حماية أموال الناس ظاهرًا في إحترام الملكية الفردية، والنهي عن أكل أموال الناس بالباطل وأخذها بغير حق.

ب- الضوابط الشرعية للتحوط: جاء في المعايير الشرعية، وفي توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي جملة من الضوابط التي يشترط توفرها في العقود والأدوات والإجراءات التي من شأنها التحوط وحماية رأس المال والإستثمار وهي¹:

- أن يتحقق فيها المساواة بين الشركاء في تحمل المخاطر والخسائر، كل بحسب حصته في رأس المال.
- ألا يكون الغرض منها تضمين مدير الإستثمار في غير حال تعديه أو تقصيره.
- ألا تكون الوسيلة بعقد غير مشروع، وألا تكون ذريعة إلى أمر غير مشروع.
- ألا تتطوي صيغ التحوط على الربا أو تكون ذريعة إليه، وألا تشمل على الغرر الفاحش، لما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل².
- ألا تكون الصيغة في حد ذاتها غير مشروعة.
- ألا تؤدي صيغة التحوط إلى بيع الديون وتبادلها الممنوع شرعاً، كما هو مشاهد في عقود الأسواق المالية التقليدية.
- ألا تؤدي صيغ التحوط إلى بيع الحقوق المجردة، مثل بيوع الخيارات التي أكد المجمع على منعها بقرار رقم 63 (7/1) فقرة 2، وكذلك ألا تؤدي إلى المعاوضة على الالتزام مثل الأجر على الضمان الذي منعه المجمع بقراره رقم 12 (2/12).
- مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية عند صياغة عقود التحوط، وكذلك مراعاة مآلات تلك العقود وآثارها في الجوانب المختلفة، لأن مراعاة المآلات أصل معتبر شرعاً.
- ألا تؤدي عقود التحوط إلى ضمان رأس المال أو الربح المتوقع، سواء أكان الضمان من المدير أم المضارب أم الوكيل، وذلك في حالات عدم التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط.
- يجوز أن يكون الخطر في حد ذاته محلاً للمعاوضة.

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 45 - حماية رأس المال والاستثمارات)، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2017م، ص 1125.

² قرار رقم 224 (23/8)، التحوط في المعاملات المالية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة الثالثة و العشرين، المدينة المنورة، السعودية، من 19 إلى 23 صفر 1440هـ، الموافق 28 أكتوبر الى 01 نوفمبر 2018م، متاح على

الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/4892.html>

- أن يكون المقصد من أدوات التحوط المحافظة على سلامة المال وليس لأجل المقامرة على فروقات الأسعار.
- إذا كان التحوط بعقود مركبة مجتمعة أو متقابلة فتراعى ضوابط العقود المركبة مثل ألا يكون التركيب محل نهي شرعي، وألا يؤدي التركيب إلى تضاد بين العقود في الأحكام والآثار، وألا يؤدي التركيب إلى محرم كالربا والغرر¹.
- إذا كان التحوط بعقود متوازية فيراعى عدم الربط بين العقدتين فيما يؤدي إليه الربط إلى محرم، وألا يكون في العملات.

المطلب الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

يمكن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال آليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، منها:

1- دراسة الجدوى:

يقصد بدراسة جدوى المشروعات، مجموع الدراسات التي يمكن من خلالها الحكم على صلاحية المشروع، التي تفضي إلى إتخاذ القرار الإستثماري المتعلق بالحكم على صلاحية المشروع، وبالتالي قبول الإستثمار أو رفضه. وجدوى المشروع من المنظور الإسلامي يحكمه مدى التزامه بالضوابط الشرعية، إضافة للكفاءة الإقتصادية للمشروع. مع ومراعاة الإعتبارات الإجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية إجتماعية لتمويل العمل على الإستثمار في المشاريع ذات المنفعة الإجتماعية، والإبتعاد عن الإستثمارات التي لا تحقق التنمية، ولا تعود بالنفع على المجتمع. فالصكوك تطرح لإستثمار حصيلة الإكتتاب فيها. لذا فإن إعداد دراسة الجدوى بدقة، وتحري المشاريع الإستثمارية قبل طرح الصكوك يساهم في نجاح المشروع، والغاء التكاليف غير اللازمة والتقليل من المخاطر وتجنبها قدر الإمكان².

2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:

وذلك بالحرص على حسن إختيار المضاربين، والوكلاء والشركاء الذين يتولون الإدارة، من ذوي الكفاءة والنزاهة، بالإضافة لتمكين حملة الصكوك من الإطلاع على المعلومات اللازمة لمراقبة الإدارة، وإرساء مبادئ الحوكمة. مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في

¹ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 25 - الجمع بين العقود) ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الإلكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2017م، ص 660.

² نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مرجع سبق ذكره، ص 133.

الإدارة وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، ومن خلال ذلك يمكن تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية¹.

3- الضمانات:

تعدّ الضمانات من أكثر أدوات إدارة المخاطر شيوعاً في النظام المالي التقليدي، وقد أوجدت الهندسة المالية الإسلامية بدورها أنواع ضمانات موافقة للشرعية أهمها:

أ- **الرهن:** وهو أحد الضمانات العينية الجائزة شرعاً، حيث تجيز قواعد الشريعة رهن الأعيان، كما تجيز تسيلها من خلال بيعها، ويعتبر أداة من أدوات توثيق الدين شرعاً الدين الإسلامي لضمان حقوق الدائنين. وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها الثامن عشر للمؤسسات في حال الحصول على رهن من العميل، أن تشترط تفويضه لها ببيع الرهن من أجل الإستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء². ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه³.

ب- **الكفالة:** هي ضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة⁴. أي ضم ذمة الضامن إلى ذمة المضمون عنه في التزام الحق⁵. وهو التزام ما في ذمة الغير من المال⁶، على سبيل التبرع، وتساهم الكفالة في تدنية مخاطر الإستثمار في الصكوك، خاصة المخاطر الائتمانية. ويشترط في المرهون أن يكون مالا متقوماً يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم.

ت- **ضمان الطرف الثالث:** يقصد بالضمان في مجمله عدم تحمل الشريك أية خسارة، وذلك من الربح المضمون المحرّم شرعاً. لذلك فلا يجوز إشتمال الصكوك على ضمان أحد طرفي الصكوك لحصة الآخر في رأس مال المشروع فإن نص على ذلك صراحة، أو

¹ اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 6.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 5 - الضمانات)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الالكترونية - ساب SAAB - الخدمات المصرفية الإسلامية، المناقشة، البحرين، 2017م، ص 134.

³ اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 6.

⁴ الضير الصديق محمد الأمين، الغرر وأثره في العقود وآثاره في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 555.

⁵ ابن قدامة موفق الدين، تحقيق عبد الله التركي وعبد الفتاح الحلو، المغني، الجزء الرابع، باب الضمان، مرجع سبق ذكره، ص 344.

⁶ قليوبي شهاب وعميرة شهاب الدين أحمد، حاشية قليوبي وعميرة على شرح المحلى على منهاج الطالبين، مكتبة مصطفى الباي الحلبي، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، القاهرة، 1375هـ/1956م، ص 329.

ضمناً، بطل الشرط¹، إلا في الحالات خاصة تضمن فيها الجهة المصدرة حق حملة الصكوك وهي: التعدي والتقصير ومخالفة الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار، أو عقد صك التمويل الإسلامي. لكن في المقابل فإنه يجوز وجود طرف ثالث متبرع يضمن الخسارة في مشروع الصكوك، ويكون هذا الوعد مستقلاً عن الصكوك². ومعناه صدور الضمان من طرف ثالث اجنبي عن جهة الإصدار وعن حملة الصكوك، منفصل في شخصيته، ودمته المالية عن طرفي العقد، وليس وكيلاً أو سمساراً لأحد الطرفين، أو مكفولاً من أحدهما، وقد يكون شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، وهذا الضمان هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الإسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه. أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي³. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار أنه ويجوز النص في نشرة الإصدار على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته، ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل⁴، بمبلغ مخصص لجبر الخسارة في المشروع محل التصكيك⁵، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن العقد، وأن عدم قيامه بالوفاء بالتزامه لا يتوقف عليه نفاذ العقد⁶.

كما جاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الإستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالإستثمار"⁷.

¹ قرار رقم 30 (4/5)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

² المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 17 - صكوك الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 478.

³ عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 25 - 27 سبتمبر 2004م، ص 4.

⁴ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 21 - الاوراق المالية الاسهم والسندات)، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية - ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م، ص 579.

⁶ قرار رقم 30 (4/5)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

⁷ المعايير الشرعية (المعيار الشرعي - رقم 5 - الضمانات)، مرجع سبق ذكره، ص 136.

4- التأمين التكافلي:

وتتم من خلال إنشاء صندوق للتأمين التعاوني، أو العاقد مع إحدى شركات التأمين التعاوني للتأمين على أصول الصكوك من الهلاك أو النقص، ويجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أن يتم دفع جزء من موجودات الصكوك كإشتراك في التأمين التعاوني على أصول الصكوك¹. ويعد هذا التأمين من أهم الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية².

5- الاحتياطات :

وذلك بإقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك، الذي من خلاله يمكن سد الخسارة التي تقع على الصكوك³. وهو من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، وتكوين تلك الإحتياطات رهن بتحقيق الأرباح، فيمكن تكوين إحتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل إقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين إحتياطي مخاطر الإستثمار بإقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد إقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك. وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار: "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على إقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في إحتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"⁴.

6- الإلتزام بالوعد

الوعد بالإلتزام هو وعد يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الإنفراد يكون ملزماً للواعد ديانة لا لعذر، وهو ملزم القضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعد في كلفة نتيجة الوعد، ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة بتنفيذ الوعد، أو بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا

¹ العمراني عبد الله بن محمد، ضوابط التحوط في المعاملات المالية واثاره وبدائله، مرجع سبق ذكره، ص 262.

² اشرف دوابه، الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ عبد الستار أبو غدة. المخاطر في الصكوك، مرجع سبق ذكره، ص 5

⁴ قرار رقم 30 (4/5)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

عذر¹. يسمح هذا الضمان بتجنب مخاطر عدم التزام العميل بالوعد، التي تعد من المخاطر الشائعة، بالأخص في صكوك المرابحة للأمر بالشراء، فتضمن العقد هذا الوعد الملزم يوجب على العميل ضمان ما يلحق بالمؤسسة من أضرار نتيجة عدم التزامه بالوعد.

7- التعويض وتحمل تبعات الهلاك:

حيث أنّ المتسبب في الضرر بسبب القصير أو العدي أو الخيانة أو الإهمال المتعمد، أو إخلاله بالشروط المنصوص عليها، يتحمل مسؤولية ما حدث من ضرر، ما يلزمه التعويض نتيجة تقصيره. بشرط وجود أساس شرعي للمطالبة بالتعويض كإثبات التفريط من المضارب مثلاً².

8- التنوع:

المقصود به تنوع إستثمارات الصكوك الإسلامية، من جهات إصدار مختلفة، أو بتواريخ إستحقاق متباينة، أو من خلال الإستثمار في صكوك قطاعات متنوعة وفي أقاليم متعددة. ولا يقتصر الأمر على الإستثمار في الصكوك فقط فيمكن للمستثمر إختيار أصول مالية مختلفة، وذلك بهدف تخفيض درجة المخاطر، دون التأثير على العائد من خلال التنوع الكفاء. ويمكن التنوع من خلال:

أ- تنوع جهة الإصدار: يتم تنوع جهات الإصدار وفق طريقتين:

- **التنوع البسيط أو الساذج:** ويعتمد التنوع الساذج علي تنوع جهات الإصدار مع عدم المبالغة في ذلك، لما قد ينجر عنه من صعوبة في إدارة المحفظة، وإرتفاع تكاليف المعاملات، وزيادة احتمال إتخاذ قرارات إستثمارية غير سليمة، وإرتفاع متوسط تكاليف الشراء. ويفيد التنوع في التخلص من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة حيث لا يمكن التخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنوع مهما كان عدد الأوراق المالية فيها.

- **تنوع ماركويتز Markowitz :** على خلاف أسلوب التنوع الساذج الذي يقوم على الإختيار العشوائي للإستثمارات المكونة للمحفظة، فإن تنوع Markowitz يقضي بضرورة الإختيار الدقيق لتلك الإستثمارات، وفق أسس رياضية، حيث أنّ أهم المبادئ التي وضعها Markowitz في نظريته (1952)، الأخذ بعين الإعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، فإمّا

¹ قرار رقم 40 (5/2)، بشأن الوفاء بالوعد، مؤتمر مجلس جمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة الخامسة، الكويت، من 01 إلى 06 جمادى الأولى 1409هـ، الموافق 10 الى 15 ديسمبر 1988م، متاح على الموقع:

<https://www.iifa-aifi.org/ar/1751.html>

² حامد احمد اسحاق امين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص 126.

تدنية المخاطر عند مستوى مقبول من العائد أو العكس بتعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عوائد مكونات المحفظة. فعند وجود علاقة طردية بين عوائد الإستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإنّ المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة، أو توجد بينها علاقة عكسية، وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين $(1+)$ و $(1-)$ ، فقد استنتج Markowitz أنه كلما إنخفض معامل الارتباط بين عوائد الإستثمارات الفردية، إنخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة¹.

ب- تنوع تواريخ الاستحقاق: ويهدف هذا التنوع إلى المزج بين الصكوك طويلة الأجل الأكثر عرضة لمخاطر التضخم، والتي يمكن أن تكون عوائدها أكثر جاذبية، مع الصكوك ذات الأجل القصيرة الأقل عرضة لمخاطر التضخم. بالإضافة للصكوك متوسطة الأجل التي تجمع بين مزايا النوعين السابقين.

ت- التنوع القطاعي: يتم من خلال التنوع القطاعي تدنية مخاطر الصكوك الإسلامية، بسبب الإستثمار في قطاعات أو مجالات مختلفة، بحيث أنه في حال حدوث صدمة أو ركود في قطاع معين، لا يؤدي ذلك لتأثر عوائد الصكوك المستثمرة في باقي القطاعات الأخرى. وبذلك الحد من مخاطر الخسارة في كافة الصكوك في آن واحد.

ث- التنوع الدولي: يهدف التنوع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومن خلال الإستثمار في أسواق صكوك مختلفة إقليمية ودولية، كما أصبح متاحا للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة الدولة، وهو ما يسهم أيضا في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف².

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 427.

² اشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 9.

خاتمة الفصل

أجمع الفقهاء وعلماء الشريعة المعاصرون على حرمة التعامل بالسندات بجميع أنواعها، وقد أُسْتَد في تحريمها إلى أنّ صورة الربا فيها تشبه تماماً صورة ربا النسئة الذي كان متعارفاً في الجاهلية، لأنها ترتب لحاملها فوائد ثابتة دون تحمله للخسارة. وتتشابه الصكوك الإسلامية مع السندات في أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل الجهة المصدرة لها. يتم إصدارها لمدة زمنية محددة، بحيث يتم إعادتها أو إطفائها بعدها. كما يصنف كلاهما ضمن الأوراق المالية متدنية المخاطر، إلا أنّ بين الأداةين إختلافات جوهرية، أهمها أنّ الصك يمثل حصة في ملكية موجودات المشروع أو النشاط الإستثماري، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، لا يتأثر حامله بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي، كما يحظى بالأولوية في حالات التصفية. بينما يتحمل حامل الصك المخاطرة لقيامه على مبدأ الغنم بالغرم، والمشاركة في الربح والخسارة. وهي من المخاطرة المباحة، المقصودة في النصوص الشرعية التي تربط ما بين الربح والضمان. فالصكوك معرضة للمخاطر منها ما تشترك فيه مع غيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومنها مخاطر تتعلق بخصوصية الصكوك الإسلامية وتنفرد بها دون سواها من الأوراق المالية. ويعدّ تحمل المستثمر المخاطرة من أهم خصائص الإستثمار الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد للمقرض بالفائدة.

وتسعى الهندسة المالية الإسلامية لإيجاد آليات لإدارة مخاطر الصكوك والتحوط منها. وهو من مقاصد حفظ المال، حيث حرص الشريعة الإسلامية على حماية أموال الناس ظاهرًا في إحترام الملكية الفردية، والنهي عن أكل أموال الناس بالباطل وأخذها بغير حق. ومن بين هذه الآليات: دراسة الجدوى وتحري المشاريع الإستثمارية المناسبة، والحرص على حسن إختيار المضاربين، والوكلاء والشركاء الذين يتولون الإدارة، والإعتماد على مختلف أوجه الضمانات كالرهن والكفالة التي تتم على سبيل التبرع، وضمان الطرف الثالث الذي يمكن أن يتبرع بضمان الخسارة في مشروع الصكوك، بشرط أن يكون طرف ثالث أجنبيا عن جهة الإصدار وعن حملة الصكوك، منفصل في شخصيته، وذمته المالية عنهما. إضافة لآلية التأمين التكافلي خاصة للحماية من المخاطر الائتمانية، وكذا تخصيص الاحتياطات، والالتزام بالوعد في بعض الحالات كصكوك المرابحة للأمر بالشراء، أو التعويض وتحمل تبعات الهلاك في حالات التقصير أو العدي أو الإهمال المتعمد. كما أنّ تنوع مصادر الصكوك وأجال إستحقاقها وقطاعاتها يمكن أيضا أن يحدّ من مخاطر الصكوك الخاصة.

الفصل الرابع

دراسة مخاطر الصكوك والسندات

وتكاملهما المشترك في منطقة

MENA

مقدمة الفصل

إستناداً للأدبيات النظرية التي تطرقنا إليها في الفصول السابقة، فإنّ الهندسة الماليّة الإسلاميّة، أوجدت صكوك إسلامية كبديل شرعي للسندات التقليديّة، أكثر تنوعاً من ناحية طبيعتها التعاقدية. إلّا أنّ ما نحاول إثباته في هذا الفصل، هو مدى تحقيق ذلك عملياً. حيث خصّصنا المبحث الأوّل لدراسة تحليلية لواقع إصدارات الصكوك الإسلاميّة، مع التركيز على طبيعة الإصدارات في منطقة MENA، بإعتبار هذا السوق محل الدراسة، أسرع أسواق الصكوك نمواً في العالم رغم الهيمنة الماليّة. وإستكمالاً لدراسنا أجرينا دراسة قياسية بإعتبارها أهم أدوات تفسير الظواهر الإقتصاديّة، والتنبؤ بسلوكها المستقبلي. حيث خصصنا المبحث الثاني لعرض البيانات، وكذا النماذج المستخدمة في الدّراسة. على إعتبار أنّ النماذج هي الصياغة الرياضيّة للنظريّات الإقتصاديّة. وإعتماداً على الأساس النظريّ لنظرية Markowitz فإننا نختبر إمكانية إرتباط وتكامل الصكوك الإسلاميّة والسندات أو إستقلاليتها. حيث خصصنا المبحث الثالث لدراسة علاقة التكامل المشترك، وإمكانية تنوع المحافظ بينهما، إضافة لدراسة مخاطر الصكوك الإسلاميّة مقارنة بالسندات لإختبار كفاءتها الإقتصاديّة. وذلك وفق الخطة التالية:

المبحث الأوّل: واقع صناعة الصكوك الإسلاميّة

المبحث الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة

المبحث الثالث: إختبار تذبذب عوائد الصكوك والسندات وعلاقة التكامل المشترك بينهما

المبحث الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية

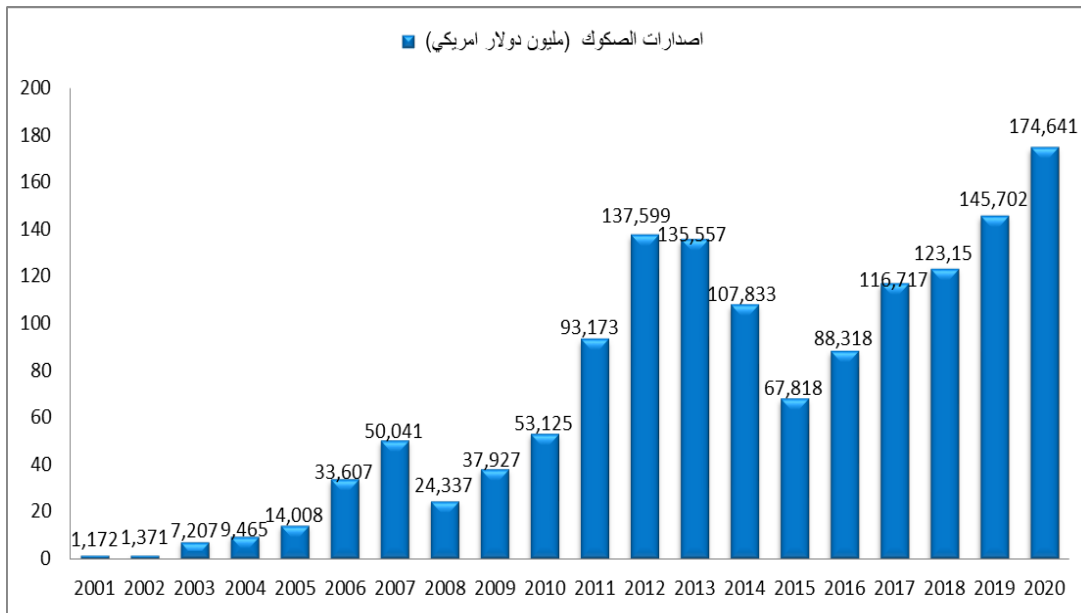
يتزايد تطور صناعة التمويل الإسلامي في العالم من خلال تزايد عدد المؤسسات المالية وفروعها، حيث تمثل الصيرفة الإسلامية أكبر قطاعات التمويل الإسلامي. إلا أنّ سوق الصكوك ورغم حداثة يمثل القطاع الأسرع نمواً في السنوات الأخيرة. رغم التحديات التي يواجهها في ضوء التباطؤ الاقتصادي الناجم عن تداعيات أزمة COVID-19. وسنتناول في هذا المبحث مطلبين:

المطلب الأول: سوق الصكوك الإسلامية في العالم

الفرع الأول: إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم

يعرف سوق الصكوك عبر العالم نمواً نتيجة تطور الإصدارات فيها وتنوعها، من حيث آجال استحقاقها، الجهة المصدرة لها، طبيعة صيغتها التعاقدية وغير ذلك. وتعتبر ماليزيا الدولة المهيمنة على سوق الصكوك رغم التزايد الذي تعرفه حصص دول مثل إندونيسيا، الإمارات، المملكة العربية السعودية وتركيا. وقد بلغ إجمالي الإصدارات العالمية في عام 2020 (174.641 مليار دولار أمريكي) وهي أعلى قيمة تسجلها إصدارات الصكوك سنوياً. وبذلك يصل إجمالي إصدارات الصكوك عبر العالم الى نهاية 2020 (1.42 مليار دولار أمريكي).

الشكل 01: إجمالي إصدارات الصكوك عبر العالم (مليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على معطيات تقارير (5th IIFM. sukuk report.

Edition2016/10th Edition2021)

يوضح الشكل السابق تطور سوق الصكوك الإسلامية وفق ثلاثة مراحل:

- **المرحلة الأولى (2001-2007):** تعتبر سنة 2001 الإنطلاقة الفعلية لإصدارات الصكوك المعتمدة، حيث عرفت بعدها تزايداً متسارعاً، لتفوق 50 مليون دولار في 2007، بعدما كانت قيمة إصداراتها في حدود 1 مليون دولار في 2001.
 - **المرحلة الثانية (2008-2014):** شهد سوق الصكوك على غرار باقي الأسواق المالية في 2008 تراجعاً في قيمة الإصدارات نتيجة الأزمة المالية العالمية، ثم بدأ السوق بالتعافي بعد ذلك تدريجياً. حيث شكل عام 2012 و 2013 أعواماً قياسيةاً لإصدارات الصكوك العالمية حتى ذلك الوقت، ثم في سنة 2014 تباطأ سوق الصكوك إلى ما يزيد قليلاً عن 100 مليار دولار أمريكي.
 - **المرحلة الثالثة (2015-2026):** والتي تقع دراستنا هذه ضمنها، فقد شهدت سنة 2015 انخفاضاً كبيراً في الإصدارات حيث تم إصدار صكوك بقيمة 60.6 مليار دولار أمريكي فقط، وهو ما يمثل انخفاضاً هائلاً بنسبة 43% مقارنة بسنة 2014. ومع ذلك، فإن جزءاً كبيراً من هذا الانخفاض يرجع إلى قرار سياسة البنك المركزي الماليزي (BNM) بوقف إصدار الصكوك الإستثمارية قصيرة الأجل المقومة بالرينجت الماليزي. أي أنه لا يمكن إرجاع هذا التراجع لضعف سوق الصكوك أو عزوف المستثمرين عنه، بل لتغيير في إستراتيجية الإصدار. كما شهدت هذه الفترة زيادة الإصدار العالمي للصكوك بنحو 19.84% سنوياً، من 145.702 مليار دولار أمريكي في عام 2019 إلى 174.641 مليار دولار أمريكي في عام 2020. مسجلة بذلك أعلى قيمة إصدارات سنوية، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا.
- وتتنوع إصدارات الصكوك في العالم حسب نوع السوق، آجال الاستحقاق، الجهة المصدرة، وطبيعة الصيغة التعاقدية للصكوك المصدر، فنجد:

1- إصدارات الصكوك حسب نوع السوق: وتنقسم إلى:

- أ- **إصدارات الصكوك في السوق الدولية:** وهي الصكوك التي يمكن للمستثمر الدولي الإكتتاب فيها، وتمثل غالباً إصدارات الصكوك من قبل المؤسسات السيادية والمؤسسات المالية الدولية، وبشكل رئيسي من دول مجلس التعاون الخليجي وإندونيسيا وماليزيا وتركيا. ويمثل سوق الصكوك الدولية حوالي 24% من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية منذ إنشائها. وتعتبر

الإمارات العربية المتحدة الدولة الرائدة من حيث حجم وقيمة الإصدار في سوق الصكوك الدولية بنسبة 27.01٪، تليها ماليزيا بنسبة 25.77٪، بينما حصة المملكة العربية السعودية 19.67٪، إندونيسيا 6.38٪، البحرين 4.69٪ وتركيا 5.09٪. وعموما تسيطر دول مجلس التعاون الخليجي الخمس على 59.07٪ من إجمالي إصدارات الصكوك الدولية منذ إنشائها. حيث يبلغ إجمالي إصدار الصكوك الدولية 332.32 مليار دولار أمريكي الى غاية ديسمبر 2020.

الشكل 02: إجمالي إصدارات الصكوك الدولية



المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021).page 33.

يمثل الشكل السابق إصدارات الصكوك الدولية السنوية، بإحتساب جميع أنواع الإصدارات، وبجميع العملات. حيث بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 42.408 مليار دولار أمريكي في عام 2020، بزيادة قدرها 3.93 مليار دولار أمريكي بنسبة 9.25٪ عن سنة 2019 البالغ 38.476 مليار دولار أمريكي. وتعتبر إصدارات الصكوك الدولية قصيرة الأجل المساهم الرئيسي في هذه الزيادة.

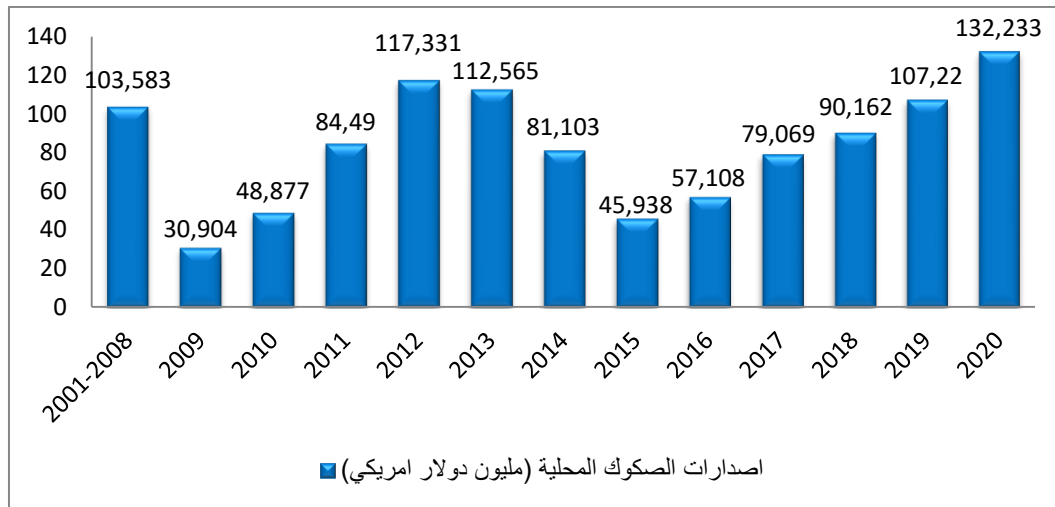
وتتمثل أهم الإصدارات في سوق الصكوك الدولية في عام 2020¹:

¹ International Islamic Financial Market. (2021). sukuk report(GLOBAL SUKUK MARKET). 10th Edition .Manama Kingdom of Bahrain: IIFM.page 34

- إصدار البنك الإسلامي للتنمية (صكوك الاستدامة) في صيغة صكوك وكالة بقيمة 1.50 مليار دولار.
- إصدار الإتحاد للطيران (صكوك خضراء إنتقالية) كذلك في صيغة صكوك وكالة بقيمة 600 مليون دولار أمريكي.
- إصدار موانئ دبي العالمية في شكل صكوك مضاربة دائمة بـ 1.50 مليار دولار أمريكي.
- إصدار مجموعة أكسياتا Bhd بقيمة 500 مليون دولار أمريكي في شكل صكوك وكالة.
- إصدار حكومة إندونيسيا لصكوك وكالة لمدة 30 سنة، بقيمة 750 مليون دولار أمريكي
- إصدار بنك دبي الإسلامي بقيمة 1.0 مليار دولار أمريكي، في شكل صكوك مضاربة من الدرجة الأولى.

ب- إصدارات الصكوك في السوق المحلية: تمثل إصدارات الصكوك المحلية النسبة الغالبة من إجمالي إصدارات الصكوك بنسبة 75.80٪، وهي نسبة تفوق بكثير مساهمة إصدارات الصكوك في السوق الدولية. وتعد ماليزيا أكثر الدول أصدارا في السوق المحلية بحصة سوقية تبلغ 65.50٪ من إجمالي سوق الصكوك المحلي للفترة من 2001 إلى 2020 ، على الرغم من أن حصة جهات الإصدار الأخرى تطورت بشكل ملحوظ في 2020، خاصة المملكة العربية السعودية ، إندونيسيا، والإمارات العربية المتحدة. ويتميز السوق المحلي بإصدارات ذات فترات أطول، وتتنوع بأكثر من 26 عملة مختلفة.

الشكل 03: إجمالي إصدارات الصكوك المحلية



المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021).page 35.

يوضح الشكل السابق تطور إصدارات الصكوك المحلية السنوية، بإحتساب جميع أنواع الإصدارات، وبجميع العملات. ويلاحظ أنّ سنة 2015 كانت أقل السنوات إصداراً للصكوك المحلية جراء قرار سياسة البنك المركزي الماليزي (BNM) بوقف إصدار الصكوك الإستثمارية قصيرة الأجل المقومة بالرينجت الماليزي. لتعود إصدارات السوق المحلية بعدها للتزايد.

وتتمثل أهم الإصدارات في سوق الصكوك المحلي في عام 2020 في²:

- إصدار الحكومة الماليزية صكوك وكالة لمدة 30 عامًا، بقيمة 7.2 مليار رينجيت ماليزي (1.80 مليار دولار أمريكي).
- إصدار البنك الوطني السعودي صكوك مضاربة بقيمة 4.20 مليار ريال سعودي (1.12 مليار دولار أمريكي).
- إصدار القابضة للطاقة مع الحكومة الباكستانية صكوك إجازة، بقيمة 200 مليار روبية باكستانية (1.28 مليار دولار أمريكي).
- إصدار الشركة السعودية للصناعات الأساسية صكوك هجينة، بقيمة 1.875 مليار ريال سعودي (500 مليون دولار أمريكي).
- إصدار السعودية للكهرباء صكوك هجينة وهي صكوك خضراء، بقيمة 2.43 مليار ريال سعودي (650 مليون دولار أمريكي).

2- إصدارات الصكوك حسب تاريخ الإستحقاق

أ- سوق الصكوك طويلة الأجل: تضم كل إصدارات الصكوك التي تفوق السنة، وهي الصكوك الأكثر إنتشاراً في سوق الصكوك العالمي، حيث بلغ إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك طويلة الأجل منذ 2001 حوالي 917.94 مليار دولار أمريكي. بنسبة 64.6% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم مقابل 35% للصكوك قصيرة الأجل.

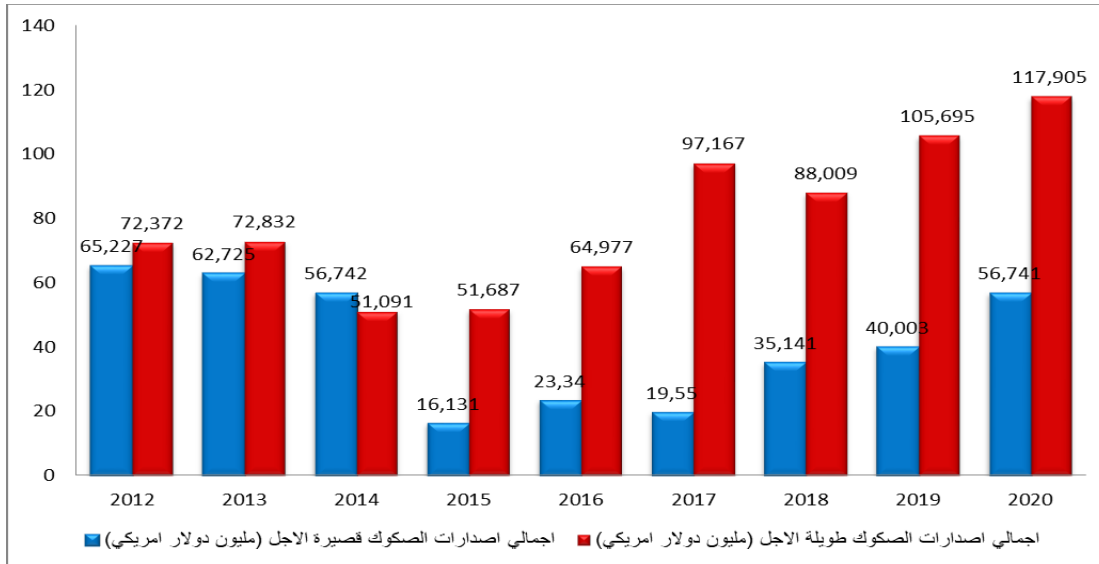
ب- سوق الصكوك قصيرة الأجل: وهي الصكوك التي تستحق خلال سنة واحدة أو أقل، والتي تصدر عموماً لتلبية متطلبات إدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية. وقد بلغ إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك قصيرة الأجل منذ 2001 ما يقدر بـ 502.05 مليار دولار

² IIFM. (2021). Optic.page 43.

أمريكي. حيث بلغت 56.741 مليار دولار أمريكي خلال عام 2020 بزيادة عن سنة 2019 بنحو 41.84% سنويًا. وتمثل ماليزيا الدولة الأكثر إصداراً للصكوك قصيرة الأجل، رغم تراجع حصتها السوقية في سنة 2020 بشكل طفيف إلى 79.83% (400.797 مليار دولار أمريكي)، مقابل حصتها قبل 2020 أي من 2001 إلى 2019 التي بلغت 83.30% (370.755 مليار دولار أمريكي). كذلك تعد كل من البحرين، إندونيسيا، غامبيا، السودان، تركيا، والإمارات العربية المتحدة من المصدرين المنتظمين في سوق الصكوك قصيرة الأجل بحصة سوقية 20.17% من إجمالي إصدارات السوق قصير الأجل.

وقد كان سوق الصكوك قصيرة الأجل في الغالب محلياً حتى عام 2012، ثم تمّ طرح الإصدارات الدولية (إصدارات بالعملة الصعبة) خاصة من قبل المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة³، والتي يقع مقرها في ماليزيا. في حين تركز عديد الحكومات على إصدار صكوك قصيرة الأجل بغرض إدارة السيولة على فترات قصيرة مختلفة بالعملة المحلية على غرار البحرين، ماليزيا، إندونيسيا وتركيا وبعض الدول الأفريقية.

الشكل 04: الإصدارات السنوية للصكوك طويلة الأجل مقابل الصكوك قصيرة الأجل



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاداً على معطيات تقارير (10th IIFM. sukuk report. Edition2021)

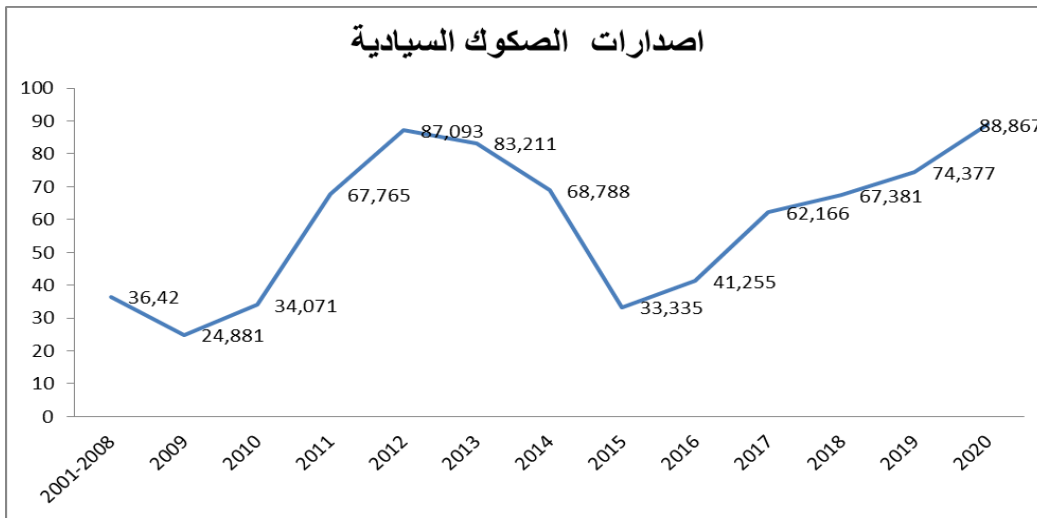
³ الموقع الرسمي للمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية: <https://iilm.com/> تاريخ الاطلاع 2021/01/05

يوضح الشكل السابق تطور إصدارات الصكوك طويلة الأجل مقابل الصكوك قصيرة الأجل سنويا، من 2012 الى 2020، بإحتساب جميع أنواع الإصدارات، وبجميع العملات بمليون دولار أمريكي.

3- إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار

أ- الإصدارات السيادية: تعد إصدارات الصكوك السيادية المساهم الرئيسي في تقدم سوق الصكوك العالمي، بنسبة إجمالية تقدر بـ 56.95% من إجمالي إصدارات سوق الصكوك. وقد نمت الإصدارات السيادية في عام 2020 بنحو 19.50% لتصل إلى 88.867 مليار دولار أمريكي، مقارنة بإصدارات عام 2019 البالغة 74.37 مليار دولار أمريكي. وتعد أهم جهات الإصدار السيادية: المملكة العربية السعودية، إندونيسيا، ماليزيا، الإمارات العربية المتحدة وتركيا. وقد بلغ إجمالي إصدارات الصكوك السيادية حتى نهاية عام 2020، 769.61 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل حوالي 56.95% من جميع إصدارات الصكوك العالمية.

الشكل 05: الإصدارات السنوية للصكوك السيادية



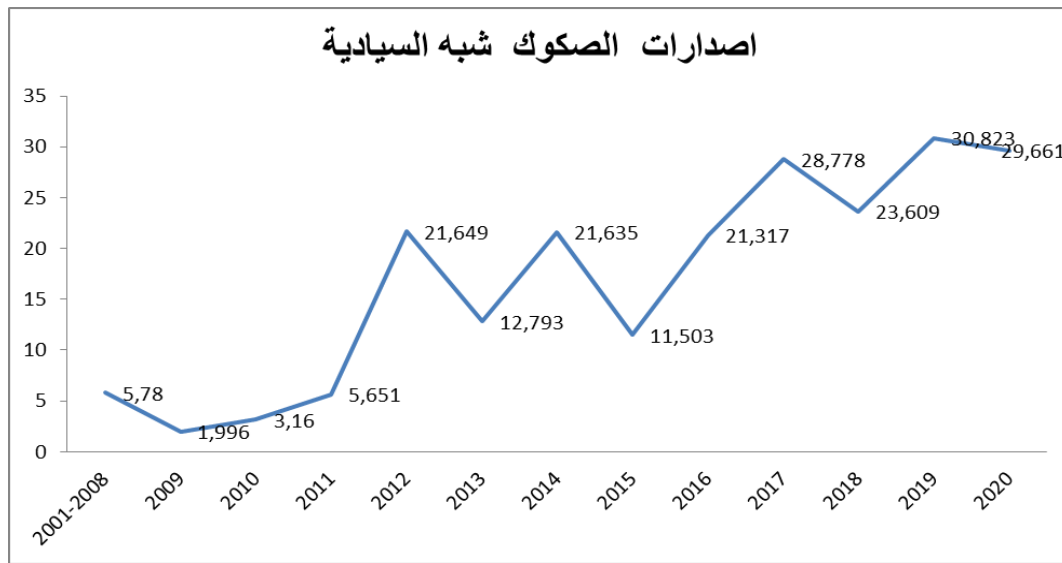
المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021).page 46.

يوضح الشكل السابق تطور إصدارات الصكوك الحكومية العالمية من 2001 الى 2020، والتي تشمل كل أنواع الإصدارات بجميع العملات والمقدرة بمليون دولار أمريكي.

وتحافظ الإصدارات السيادية العالمية منذ 2015 على إتجاهها الإيجابي القوي، ما يشير إلى اهتمام الحكومات بها، لتلبية متطلبات ميزانياتها المالية، على الرغم من أن إرتفاع أسعار النفط قد يقلل من متطلبات بعض الدول لإصدار صكوك سيادية لهذا الغرض وبالأخص الدول المنتجة للنفط.

ب-الإصدارات شبه السيادية **QUASI-SOVEREIGN** : تساهم إصدارات الصكوك شبه السيادية بنسبة 16.93% في سوق الصكوك، بقيمة اجمالية تقدر بـ 210.578 مليون دولار امريكي. وتشكل الإصدارات الدولية الجزء الأكبر منها. تشمل إصدارات الصكوك شبه السيادية أساساً قطاعات الطاقة، النقل الجوي، المالية، وقطاعات تطوير البنية التحتية، ويعدّ صندوق الثروة السيادي الماليزي⁴ أحد أهم مصدري الصكوك.

الشكل 06: الإصدارات السنوية للصكوك شبه السيادية



المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021).page 49.

يمثل الشكل السابق إصدارات الصكوك شبه السيادية للفترة 2001 – 2020 والتي تشمل جميع أنواع إصدارات الصكوك، بمختلف عملات الإصدار، معبراً عنها بمليون دولار أمريكي. حيث يوضح الشكل تذبذب تطور إصدار هذا النوع من الصكوك، على الرغم من أنه يشهد عموماً تزايداً في حجم الإصدارات، وتمثل مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية ومقرها ماليزيا، المصدر المنتظم الوحيد للصكوك الدولية قصيرة الأجل. كما تتمثل أهم الإصدارات شبه السيادية من صندوق الثروة السيادية البحريني، DanalInfra Nasional Malaysia، Dubai Aerospace Enterprise، Power Holding Government of Pakistan، Dubai DP World، والبنك الإسلامي للتنمية (ISDB)، مجموعة البنك الإسلامي للتنمية الرائدة، ومؤسسة التمويل الأفريقية⁵. وقد شهدت حصة

⁴ الموقع الرسمي للمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية IFSWF : <https://www.ifswf.org/member-profiles/khazanah-nasional>

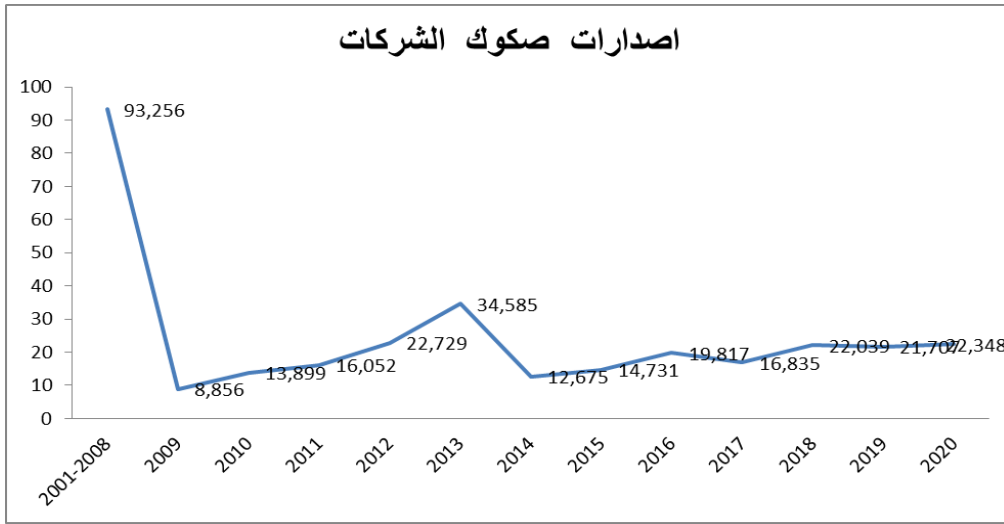
تاريخ الاطلاع 2021/01/05

⁵ IIFM. (2021). Optic.page 49.

الصكوك شبه السيادية في 2020 انخفاضًا طفيفًا في إصدارها. 1.16 مليار دولار أمريكي مقارنة بعام 2019.

ت-إصدارات الشركات: تعد إصدارات الصكوك من طرف الشركات أكبر ثاني مساهم سوق الصكوك العالمي حتى سنة 2020، بتقدم طفيف عن سوق الإصدارات شبه السيادية. بنسبة إجمالية تقدر بـ 17.48% من إجمالي إصدارات سوق الصكوك، بقيمة 214.412 مليون دولار أمريكي. وتشكل إصدارات الشركات في الأسواق المحلية 82.52% من سوق صكوك الشركات.

الشكل 07: الإصدارات السنوية للصكوك الصادرة عن الشركات



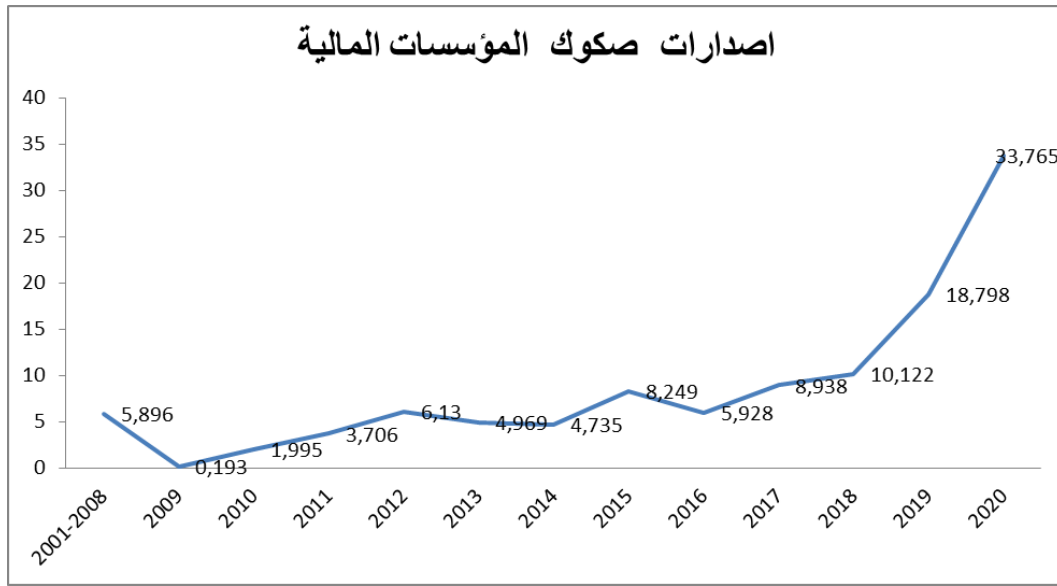
المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021).page 47.

يوضح الشكل السابق إصدارات الصكوك الخاصة بالشركات للفترة 2001 - 2020 لجميع أنواع الصكوك، بمختلف العملات، والقيم السنوية معبر عنها بـ 34.60 مليار دولار أمريكي. ويلاحظ عموماً أنّ إصدارات الشركات للصكوك ضعيف نوعاً ما، مقارنة بالإصدارات السيادية، فقد بلغت سنة 2013 إصدارها القياسي البالغ 34.60 مليار دولار أمريكي. وهذا ما يعكس إستجابة قطاع الشركات لتبعات الإنكماش الاقتصادي، من خلال تقليص الإنفاق. وإلى جانب الشركات الماليزية الرائدة في هذا السوق، ظهرت مؤخراً جهات إصدار جديدة، خاصة شركات إندونيسية، إضافة لإنطلاق إصدارات لبعض الشركات الخليجية.

ث-إصدارات المؤسسات المالية: تعد المؤسسات المالية جهات إصدار نشطة للصكوك منذ نشأتها، حيث كانت الإصدارات في البداية على أساس معدل الربح المتغير الذي يناسب إدارة

ميزانية المؤسسات المالية، واعتباراً من عام 2010، أصبحت المؤسسات المالية أكثر نشاطاً كمصدر ليس فقط لأغراض إدارة السيولة، ولكن أيضاً لتلبية متطلبات كفاية رأس المال من خلال إصدار الصكوك. إلا أنها تشكل أقل المساهمين في سوق الصكوك بحصة 8.63% بقيمة اجمالية إلى غاية 2020 مقدرة بـ 107.334 مليون دولار أمريكي. وتشكل الإصدارات المحلية نسبة 60% منها.

الشكل 08 : الإصدارات السنوية للصكوك الصادرة عن المؤسسات المالية



المصدر: IIFM. sukuk report. (10th Edition 2021). page 35.

يمثل الشكل السابق تطور إصدارات الصكوك الصادرة عن المؤسسات المالية عبر العالم للفترة 2001 - 2020 الخاصة بجميع أنواع الإصدارات، وبمختلف العملات، المعبر عنها سنوياً بمليون دولار أمريكي.

خلال عام 2020، أظهرت إصدارات الصكوك من قبل المؤسسات المالية أداءً قوياً وسجل حجم الإصدار ارتفاعاً بلغ 33.76 مليار دولار أمريكي، بزيادة بقيمة 15.00 مليار دولار أمريكي أو 80% سنوياً مقارنة بسنة 2019. وهي أعلى قيمة إصدارات سجلها السوق.

4- إصدارات الصكوك حسب صيغتها

يعرف سوق الصكوك الإسلامية توسعاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، من خلال تزايد وتيرة الإصدارات سواء من قبل الحكومات أو الشركات أو المؤسسات المالية، على المستوى المحلي والدولي، كما سبق

وتطرقنا. وتتوزع هذه الصدارات أيضاً حسب صيغها التعاقدية التي أوجدتها الهندسة المالية الإسلامية، والتي يمكن أن نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم 04: إصدارات الصكوك حسب الصيغة التعاقدية للفترة 2010-2020

نسبتها المئوية	مجموع الصكوك المصدرة	صكوك دولية (مليون دولار)	صكوك محلية (مليون دولار)	نوع السوق صيغ الصكوك
7,72%	109.721	11.807	97.914	صكوك المشاركة
13,92%	197.805	149.479	48.326	صكوك الوكالة
2,45%	34.775	/	34.775	صكوك البيع بثمن آجل
0,89%	12.626	/	12.626	صكوك السلم
0,26%	3.637	/	3.637	صكوك الاستصناع
21,95%	311.849	85.079	226.770	صكوك الإجارة
4,69%	66.678	20.589	46.089	صكوك المضاربة
36,41%	517.368	11.241	506.127	صكوك المرابحة
11,72%	166.496	52.171	114.325	صكوك هجينة وتضم:
3,03%	(43.033)	(9.309)	(33.724)	•صكوك هجينة اخرى
5,81%	(82.525)	(14.000)	(68.525)	•صكوك هجينة مرابحة/مضاربة
0,01%	(0.173)	/	(0.173)	•صكوك هجينة مشاركة/ مرابحة
0,62%	(8.793)	(3.350)	(5.443)	•صكوك هجينة وكالة/ مرابحة
0,15%	(2.164)	(0.351)	(1.813)	•صكوك هجينة الاجارة/ مشاركة
0,94%	(13.300)	(13.300)	/	•صكوك هجينة اجارة / مرابحة
0,56%	(7.979)	(7.571)	(0.408)	•الصكوك القابلة للتحويل
0,60%	(8.529)	(4.290)	(4.239)	•صكوك هجينة وكالة / مضاربة

المصدر: من إعداد الطالبة إعتدماً على معطيات تقرير (10th IIFM. sukuk report.

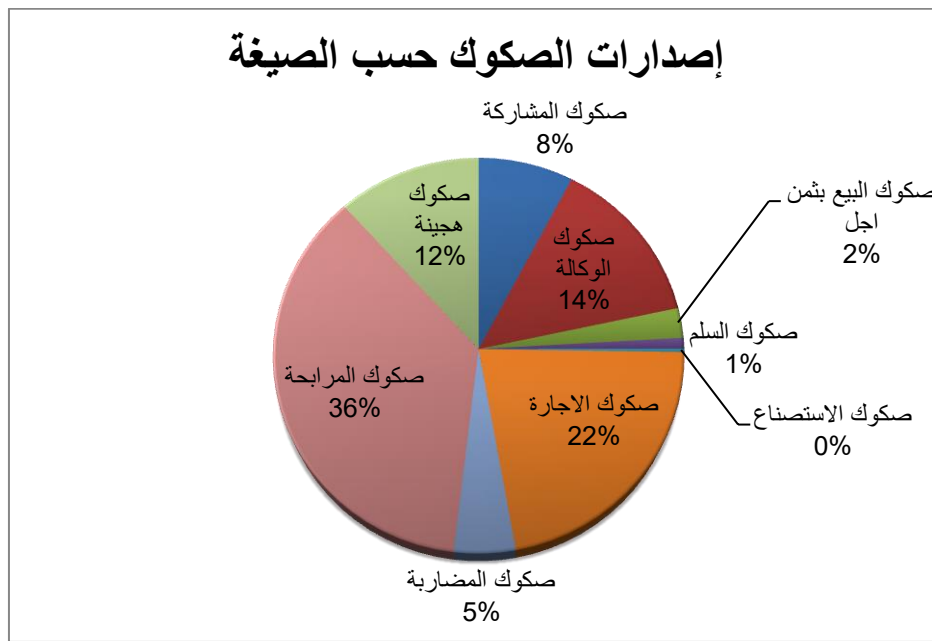
(Edition2021

من خلال الجدول السابق، الذي إعتدنا في إعداده على معطيات تقرير سوق الصكوك، نلاحظ تفاوتاً وفروقاً كبيرة بين نسب صيغ الصكوك المتداولة في سوق الصكوك الإسلامية سواء الدولية أو المحلية:

- **سوق الصكوك المحلية:** تمثل صكوك المرابحة لوحدها نسبة تفوق 46.41% من مجموع الصكوك التي تم إصدارها في الأسواق المحلية، بقيمة تفوق 506 مليون دولار من سنة 2010 إلى غاية نهاية 2020. تليها وبفارق كبير صكوك الإجارة حيث مثلت نسبة 20.79%.
- **سوق الصكوك الدولية:** تشير البيانات في نفس الجدول السابق، أيضا إلى أنّ سوق الصكوك الدولية يعتمد بشكل كبير على صكوك الوكالة بالدرجة الأولى، والتي تمثل نسبة 45.25% من الصكوك المصدرة في السوق الدولية، بقيمة قدرت بـ 149.5 مليون دولار، بين سنتي 2010 و2020. حيث بدأ التحول من نموذج الإجارة إلى نموذج الوكالة في السوق الدولية ابتداء من عام 2015. وفي سنة 2020 تم إصدار صكوك وكالة بقيمة 21.427 مليار دولار أمريكي مايمثل 51% من إجمالي الإصدارات الدولية.
- **بالنسبة للإصدارات في السوق الصكوك إجمالاً:** حاولنا من خلال نفس الجدول السابق جمع قيمة الإصدارات في السوقين المحلي والدولي، لتحصيل نظرة شاملة حول هياكل الصكوك الأكثر إصداراً في العالم. ومحاولة إظهار مدى تنوع سوق الصكوك ومدى الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية، من خلال إبراز الفروقات بين مختلف الصيغ. حيث إنّ صكوك المرابحة هي الصكوك الأكثر إستعمالاً في العالم بنسبة 36.41% من مجموع الصكوك التي تم إصدارها بين سنة 2010 إلى غاية 2020. تليها صيغتا الإجارة والوكالة بنسبة 21.95% و 13.92% على التوالي، فيما لم تتعدى صيغة الإستصناع والسلم نسبة 1%.
- مع العلم أنّ تقرير الصكوك الصادر عن هيئة السوق المالية الإسلامية الدولية، لم يتطرق لإصدارات صكوك المزارعة، المساقاة والمغارسة لعدم أهمية قيم إصداراتها. وهو ما يدل على أنّ سوق الصكوك لا يعرف تكافؤاً في نوعية الصكوك المصدرة. حيث تغطي ثلاث صيغ وهي (المرابحة ، الاجارة و الوكالة) نسبة 72% من أصل أربعة عشر صيغة من مجموع الصكوك التي تم إصدارها في العالم. وذلك دون إحتساب مساهمتها كصكوك هجينة. علماً أنّ الطبيعة المرنة لهياكل بعض الصكوك، أدت إلى ظهور إصدارات هجينة على غرار الهيكل الذي يتكون من المضاربة والمرابحة، أو الإجارة والمرابحة وغيرها.

وعموما فإنه على أساس تاريخي، فإن المرابحة تمثل الهيكل الأكثر تفضيلاً لدى جميع المصدرين، سواء الجهات السيادية، شبه السيادية، الشركات والمؤسسات المالية. وإضافة إليها يستخدم المصدرون شبه السياديون والشركات والمؤسسات المالية في الأسواق المتعثرة أيضاً صكوك المشاركة والمضاربة والإجارة والوكالة على نطاق واسع جداً، بينما يميل المصدرون السياديون إلى استخدام المرابحة أكثر من أي هيكل آخر لغرض الاحتفاظ بالأصول ولسهولة هيكلتها إضافة لأغراض إدارة السيولة.

الشكل 09: نسب إصدارات الصكوك في العالم حسب صيغها

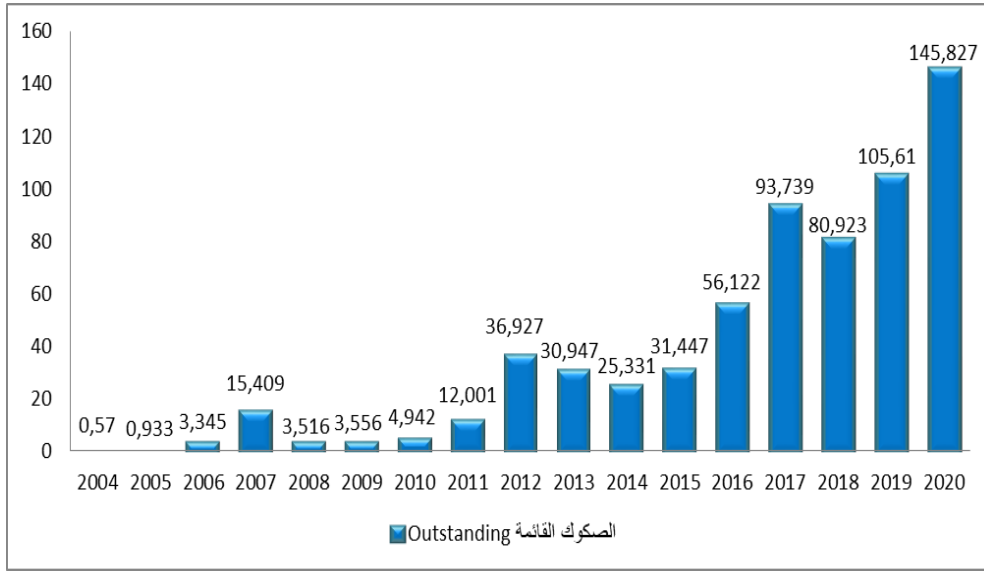


المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على الجدول رقم 04

الفرع الثاني: الصكوك القائمة OUTSTANDING

ويقصد بالصكوك القائمة الإجمالي السنوي للصكوك التي لم تبلغ أجل استحقاقها، حيث بلغت هذه الصكوك في سنة 2020 ما قيمته 648.00 مليار دولار أمريكي، مقابل 551.44 مليار دولار أمريكي في عام 2019، وهو مؤشر واضح على الإهتمام المتزايد بالصكوك في الأسواق المالية.

الشكل 10: إجمالي الصكوك القائمة SUKUK OUTSTANDING (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة إعتدماً على معطيات تقارير (5th IIFM. sukuk report. Edition2016/10th Edition2021)

يوضح الشكل السابق تزايد القيمة السنوية للصكوك القائمة عبر العالم والمعبر عنها بمليار دولار أمريكي. حيث تمثل الصكوك القائمة السيادية نسبة 50%، ذلك أن الجهات السيادية تستخدم بشكل أكبر الصكوك ذات الأجل الطويلة. ويتركز إجمالي الصكوك العالمية القائمة في 5 دول فقط تمثل مجتمعة 91.83% من الصكوك القائمة في العالم، وهي ماليزيا 43.43%، المملكة العربية السعودية 22.03%، إندونيسيا 13.81%، الإمارات العربية المتحدة 7.46% وتركيا 5.10%⁶.

المطلب الثاني: نظرة عامة حول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA

الفرع الأول: التعريف بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

يطلق على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مصطلح (MENA) وهي اختصار بالإنجليزية لـ Middle East and North Africa، وتستخدم هذه التسمية عموماً من قبل المؤسسات الأكاديمية والاقتصادية والاجتماعية والدولية. تمت صياغة مصطلح "الشرق الأوسط" في القرن التاسع عشر للإشارة إلى المنطقة العابرة للقارات بين جنوب غرب آسيا وشمال إفريقيا. وتُعرف منطقة الشرق

⁶ Islamic Financial Services Board. (2020). Islamic Financial Services Industry STABILITY REPORT. Malaysia: IFSB. Page 25.

الأوسط وشمال إفريقيا أحياناً بالعالم العربي أو الشرق الأوسط الكبير وتضم 19 دولة مدرجة بشكل عام كجزء من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هي: الجزائر، البحرين، مصر، إيران، العراق، الأردن، الكويت، لبنان، ليبيا، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، المملكة العربية السعودية، سوريا، تونس، الإمارات العربية المتحدة، واليمن، ويضيف المهتمون خاصة بالمجال الجيوسياسي الكيان الصهيوني للمنطقة. إلا أنه لا يزال تكوين دول الشرق الأوسط غير متفق عليه. حيث أن تعريف الدول التي تضمها منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يختلف من مؤسسة دولية إلى أخرى، وهذا التباين راجع لأسباب سياسية أو بسبب النطاق الجغرافي الذي تعمل في إطاره المؤسسة المعنية بالتعريف. وقد إستخدام البنك الدولي والأمم المتحدة مصطلح "الشرق الأوسط وشمال إفريقيا" للإشارة إلى المنطقة الممتدة بين إيران شرقاً والمغرب غرباً. وهي مجموع الدول التي ذكرناها إضافة إلى جيبوتي ومالطا⁷.

أما منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ضمن عينة دراستنا، والتي تعتمد على مؤشرات S&P التي تضعها S&P Dow Jones فهي تشمل: الجزائر، البحرين، مصر، إيران، العراق، الأردن، الكويت، لبنان، ليبيا، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، المملكة العربية السعودية، سوريا، تونس، الإمارات العربية المتحدة واليمن⁸.

تحتل منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقياً موقعا جغرافيا مميزا، فهي تتوسط ثلاث قارات آسيا، أوروبا وإفريقيا، ما يجعلها حلقة ربط بين أقاليم العالم، وهي منطقة ذات نشاطها إقتصادي متنوع، تتباين فيها مستويات التنمية الاقتصادية، وتتفاوت ثرواتها الطبيعية بشكل ملحوظ، من بينها دوال نفطية غنية ودوال أخرى مواردها ضئيلة نسبة إلى عدد سكانها. تشكل مواردها النفطية 60 % من إحتياجات النفط في العالم، و 45% من إحتياطي الغاز الطبيعي في العالم، وهو ما يجعل منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مصدراً مهماً للموارد الإقتصادية العالمية.

⁷ الموقع الرسمي لاحصائيات البنك الدولي: [https://data.worldbank.org/region/middle-east-and-north-](https://data.worldbank.org/region/middle-east-and-north-africa)

africa تاريخ الاطلاع: 2021/05/06

⁸ موقع S&P Dow Jones Indices: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/energy/energy-index/#data>

income/sp-mena-sukuk-index/#data تاريخ الاطلاع: 2021/01/06

بلغ عدد سكان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في سنة 2020 حوالي 464 مليون نسمة بمعدل نمو سكاني 1.7%⁹ وهو ما يمثل 6% من سكان العالم. تعدّ مصر (100 مليون)¹⁰ وإيران (84 مليون) الجزائر (43 مليون) هي الدول الأكثر تعدادا للسكان في المنطقة. يبلغ الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حوالي 3.098 مليار دولار، بتراجع قدره -3.7% عن سنة 2019. ويمثل نصيب الفرد الناتج المحلي الإجمالي 6.917 دولار. يعيش غالبية السكان في دول متوسطة الدخل.

الفرع الثاني: الإستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

باعتبار أنّ منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تحتوى على نصف إحتياطيات النفط في العالم، فإنّ معظم فرص الإستثمار فيها تتركز على مجال الطاقة. وهناك العديد من المنتجات المالية التي تسمح للمستثمرين الأفراد والمؤسسات بالإستثمار في مجال النفط والغاز الطبيعي في بلدان معينة، بالإضافة إلى صناديق الإستثمار المتداولة التي تستهدف شمال إفريقيا، أو الشرق الأوسط، أو منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ككل.

وتعتمد العديد من إقتصادات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى إعادة توجيه إقتصاداتها لتقليل إعتماها على المجال الطاقوي فقط، على غرار الإمارات العربية المتحدة التي عملت على تطوير القطاع تكنولوجي، وقطر التي تتوسع في مجال الخدمات المالية.

إلا أنّ الإستثمار في المنطقة لا يزال يواجه تحديات عديدة، حيث أنّ الأهمية الإستراتيجية لإحتياطياتها النفطية، جعل منها منطقة صراعات كبرى، إضافة لتأثيرتها بتدخل القوى الأجنبية، وما يترتب عنه من عدم إستقرار سياسي وبالتالي إقتصادي. أهمها الغزو الأمريكي للعراق وأفغانستان، والذي تسبب في إضطرابات كبيرة في النشاط الإقتصادي الإقليمي، إضافة لإحتجاجات الربيع العربي عام 2011، التي تسببت في حروب أهلية وثورات، أبرزها في ليبيا وسوريا، وكذلك ما وصفه البنك

⁹ الموقع الرسمي لاحصائيات البنك الدولي، مرجع سبق ذكره.

¹⁰ موقع pyramid-population:

<https://www.populationpyramid.net/ar/%D9%85%D8%B5%D8%B1/2020/> تاريخ الاطلاع:

2021/05/06

¹¹ موقع أطلس العالم: <https://www.worldatlas.com/articles/what-are-the-mena-countries.html>

تاريخ الاطلاع: 2021/03/10

الدولي بأكبر أزمة لاجئين منذ الحرب العالمية الثانية¹². إضافة للإحتلال الإسرائيلي لدولة فلسطين والصراع في الضفة الغربية وقطاع غزة، والحروب المستمرة في اليمن والعراق وأفغانستان، والتنافس المتزايد بين إيران والمملكة العربية السعودية.

ورغم ذلك فقد شهدت منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وتحديدًا دول الخليج العربي تطوراً كبيراً لأسواقها المالية، حيث تلعب المستويات القياسية لإصدار الأوراق المالية من قبل حكومات والشركات، دوراً مهماً في ذلك.

تعدّ المملكة العربية السعودية أكثر الدول إصداراً للسندات في المنطقة، حيث أطلقت سنة 2016 أكبر إصدار سيادي في الأسواق الناشئة على الإطلاق (EMSI)، مع بيع سندات بقيمة 17.5 مليار دولار أمريكي¹³. إضافة لتعزيز جذب المستثمرين الدوليين خاصة بعد إدراج كل من المملكة العربية السعودية، قطر، الإمارات العربية المتحدة، البحرين والكويت في مؤشرات JP Morgan الرئيسية في سنة 2019¹⁴. وقد عززت هذه الترقية من وزن دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في مؤشر EMBI إلى حوالي 20%، مقارنة بنسبة 6% في السنة الماضي. و أدى الإدراج في EMBI إلى رفع مكانة سندات دول مجلس التعاون الخليجي بين المستثمرين الدوليين وزيادة حجم الأسواق الناشئة القابل للاستثمار وفقاً لـ HSBC¹⁵. ويساهم تطور الإصدارات الأولية للحكومات والشركات في زيادة رأس المال عبر أسواق السندات في المستقبل، وإعادة تمويل الديون طويلة الأجل المستحقة، وتلبية إحتياجاتها التمويلية، وتنويع مصادر تمويل هذه الإحتياجات، وبالتالي تقليل ضغوط السيولة في الأنظمة المصرفية المحلية.

¹² موقع Investopedia المالي: [https://www.investopedia.com/terms/m/middle-east-and-north-](https://www.investopedia.com/terms/m/middle-east-and-north-africa-mena.asp)

[africa-mena.asp](https://www.investopedia.com/terms/m/middle-east-and-north-africa-mena.asp) تاريخ الاطلاع: 2021/03/12

¹³ موقع Wall Street Journal: [https://www.wsj.com/articles/saudi-arabia-to-offer-](https://www.wsj.com/articles/saudi-arabia-to-offer-international-investors-17-5-billion-in-bonds-1476876478)

[international-investors-17-5-billion-in-bonds-1476876478](https://www.wsj.com/articles/saudi-arabia-to-offer-international-investors-17-5-billion-in-bonds-1476876478) تاريخ الاطلاع 2021/03/10

¹⁴ موقع Reuters: [https://www.reuters.com/article/us%20-%D8%AC%D9%84%D9%81-](https://www.reuters.com/article/us%20-%D8%AC%D9%84%D9%81-%D8%A8%D9%88%D9%86%D8%AF%D8%B3-%D8%A8%D9%88%D9%86%D8%AF%D8%B3-%idUSKCN1M61HZ)

[-idUSKCN1M61HZ](https://www.reuters.com/article/us%20-%D8%AC%D9%84%D9%81-%D8%A8%D9%88%D9%86%D8%AF%D8%B3-%idUSKCN1M61HZ) تاريخ الاطلاع: 2021/03/05

¹⁵ موقع بنك HSBC: <https://www.gbm.hsbc.com/insights/markets/mena-bond-markets> تاريخ

الاطلاع: 2021/03/26

الفرع الثالث: سوق الصكوك في منطقة MENA

تعتبر منطقة آسيا وتحديداً ماليزيا الدولة المهيمنة على سوق الصكوك في العالم منذ نشأته. حيث تمثل الصكوك الماليزية القائمة إلى غاية ديسمبر 2020، نسبة 43.43% من مجموع الصكوك القائمة في العالم. تليها المملكة العربية السعودية بـ 22.03% ثم اندونيسيا بـ 13.81%. وتعتبر ماليزيا أيضاً أكثر الدول إصداراً للصكوك، حيث أصدرت بين عامي (2001 و 2020) 7800 إصدار صكوك مختلف، بقيمة إجمالية تقدر بـ 799.945 مليون دولار أمريكي، ما يمثل نسبة 56.22% من إجمالي إصدارات العالم. تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 12.27% ثم إندونيسيا 8.78%. ورغم الهيمنة الماليزية على سوق الصكوك، إلا أن الملاحظ في السنوات الأخيرة هو تقلص هذه السيطرة الماليزية، خاصة في ظل الإصدارات المعتمدة لدول منطقة MENA وبالأخص السعودية والإمارات.

الجدول 05: إصدار الصكوك حسب الدولة في منطقة MENA (2001 - 2020)

النسبة المئوية من إجمالي الإصدارات العالم	النسبة المئوية من إصدارات MENA	قيمة الإصدارات (مليون دولار أمريكي)	عدد الإصدارات	دول منطقة MENA
2,77%	10,28%	39,396	467	البحرين
0,03%	0,13%	0,483	4	الأردن
0,42%	1,56%	5,995	23	الكويت
0,51%	1,91%	7,322	17	عمان
2,53%	9,38%	35,967	56	قطر
12,27%	45,55%	174,611	261	المملكة العربية السعودية
6,92%	25,67%	98,395	155	الإمارات العربية المتحدة
0,02%	0,07%	0,253	2	اليمن
0,02%	0,07%	0,286	2	مصر
0,01%	0,03%	0,105	1	المغرب
1,44%	5,36%	20,545	41	السودان
31,34%	100%	383.358	1029	MENA
100%		1422,911	11053	مجموع الصكوك في العالم

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على معطيات تقرير (10th IIFM. sukuk report.

Edition2021)

يلاحظ من الجدول السابق أنّ منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تمثل 31.34% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم، إلى غاية 2020. حيث بلغ عدد الإصدارات 1029 إصدار، بقيمة 488,253 مليون دولار أمريكي. ويظهر من خلال الجدول التباين الكبير بين دول المنطقة، في عدد وقيمة الإصدارات، حيث تشكل إصدارات المملكة العربية السعودية لوحدها 45.55% من إصدارات منطقة MENA. وتشكل أربع دول وهي السعودية، البحرين، قطر والإمارات العربية مجتمعة 90% من إصدارات هذا السوق. بينما لا تزال إصدارات دول أخرى متواضعة حيث لا تتجاوز 1%. كما تجدر الإشارة إلى أننا لم نتطرق لبعض إصدارات دول MENA لعدم أهمية الإصدار، أو لعدم وجود إصدارات أساسا.

على غرار الجزائر التي عرفت إلى غاية 2020 إصدارا وحيداً، والذي يعتبر أول عملية إصدار لصكوك إسلامية في الجزائر. بمبلغ قدره 2.5 مليار دينار جزائري، وبقيمة إسمية 1000 دج للصك سنويا من طرف مؤسس¹⁶ AOM Invest، هي شركة مساهمة ذات راس مال مختلط مدرجة في البورصة منذ 2018. متخصصة في دراسات وتطوير وتشغيل المشاريع السياحية، وذلك بعد الحصول على المطابقة الشرعية من طرف الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء في الصناعة المالية الإسلامية، والرخصة المسبقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة أعمال البورصة COSOB، حيث تم إصدار هذه الصكوك بعائد سنوي ثابت¹⁷.

كما تجدر الإشارة إلى أنّ تقرير IIFM للصكوك لم يتضمن إصدارات دولة إيران من الصكوك، والتي بلغت 95 إصدار بين سنة 2011 و2020 بنسبة 4.4% من إصدارات صكوك العالم، وبقيمة بلغت 704,180 مليار ريال إيراني¹⁸.

¹⁶ موقع Algeria-eco: <https://www.algerie-eco.com/2020/10/05/finance-islamique-aom-invest-societe-cotee-en-bourse-de-la-pme-obtient-le-certificat-de-conformite/?fbclid=IwAR18MMZHET69wxOExedEPfiOpnvo0sScgR9mpHGFSHdaYjBtpt2Inl> تاريخ الاطلاع 2021/06/01

¹⁷ موقع شركة AOM-INVEST: <https://aom-invest.com/groupe/qui-nous-sommes/> تاريخ الاطلاع 2021/06/01

¹⁸ موقع شركة ادارة الاصول المركزية لسوق المال الايراني: <https://sukuk.ir/fa/component/k2/item/1122-sukuk-issued-by-spvs-in-iran-capital-market-2020?tmpl=component&print=1> تاريخ الاطلاع: 2021/06/01

المبحث الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة

تعتبر الدراسة القياسية من أهم أدوات تفسير الظواهر الإقتصادية، وتماشياً مع متطلبات دراستنا القائمة على إختبار إرتباط وتكامل الصكوك الإسلامية والسندات، ودراسة مخاطر الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات لإثبات كفاءتها الإقتصادية، فإننا نعرض في هذا المبحث الإختبارات والطرق المناسبة لهذه الدراسة في مطلب أول، إضافة إلى مطلب ثانٍ نقدم فيه البيانات المستخدمة والنموذج المناسب للدراسة.

المطلب الأول: الإختبارات والطرق المستخدمة في الدراسة

سيتم في هذا البحث استخدام طرق وأساليب قياسية لتحليل السلاسل الزمنية محل الدراسة، بهدف الإجابة على الإشكالية وإختبار الفرضيات التي قمنا بوضعها، حيث إعتدنا على:

• الفرع الأول: إختبار جذر الوحدة Unit Root Test

يهدف إختبار جذر الوحدة إلى فحص إستقرارية السلاسل الزمنية والتأكد من مدى سُكونها، حيث تفترض الدراسات القياسية التي تستخدم البيانات في شكل سلاسل زمنية، أن لا تحتوي هذه السلاسل على جذر وحدة أي أن تكون مستقرة Stationary. وعلى إعتبار أنّ النماذج التالية التي سنستخدمها تفترض سُكون السلاسل، فبالتالي لا يمكن بأي شكل من الأشكال استخدامنا لسلاسل غير مستقرة حتى لا يعتبر الإنحدار زائفاً. وتوجد إختبارات عديدة للكشف عن وجود جذر الوحدة، على غرار إختبار Dickey–Fuller (DF)، إختبار Augmented Dickey–Fuller (ADF) الذي يعتمد على إضافة قيم التأخر (values lagged)، إختبار Phillips–Perron (PP)، أو إختبار (KPSS). ويمكن القول بأن نتائج هذه الإختبارات تكمل بعضها البعض، وبالتالي في حال إتفاقها على نتيجة واحدة تصبح النتيجة أكثر دقة.

وقد إختارنا في هذه الدراسة أكثرها شيوعاً ودقة، وهو إختبار ديكي فولر البسيط Dickey–Fuller Test. ويمكن أن يوضح إختبار (1979) Dickey–Fuller من خلال الصيغة المبسطة دون ثابت ولا اتجاه:

$$Y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث يمثل:

y_t : المتغير المراد إختباره في الزمن t.

ε_t : متغير الخطأ العشوائي في الزمن t .

φ : جذر الوحدة

حيث يأخذ φ ثلاث حالات:

- $|\varphi| < 1$: سلسلة مستقرة، بمعنى أنّ المشاهدات الحالية لها وزن أكبر من المشاهدات الماضية.

- $|\varphi| = 1$: سلسلة غير مستقرة، بمعنى أنّ المشاهدات الحالية لها نفس وزن المشاهدات الماضية.

- $|\varphi| > 1$: سلسلة غير مستقرة، وتسمى بالسلسلة الانفجارية بمعنى أنّ المشاهدات الحالية لها وزن أقل من المشاهدات الماضية.

وتصاغ فرضية اختبار Dickey-Fuller على الشكل:

الفرضية الصفرية $H_0 : \varphi = 1$ يوجد جذر وحدة والسلسلة الزمنية غير مستقرة

الفرضية البديلة $H_1 : \varphi \neq 1$ لا يوجد جذر وحدة والسلسلة الزمنية مستقرة

• الفرع الثاني: نموذج GARCH

لإختبار فرضية أنّ الصكوك أقلّ مخاطرة من السندات، لابد من استخدام إختبارات تكشف لنا تذبذب السلاسل الزمنية. ويعتبر الإنحراف المعياري (Standard Deviation)، أبرز مقاييس تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد، حيث كلما زادت هذه القيمة دلّ ذلك على إرتفاع مستوى الخطر، إلّا أنّ ما يعاب عليه أنّه يعطي قيمة واحدة تعبر عن كل الفترة المراد تقييمها، وهو ما لا يتماشى مع طبيعة بيانات السلاسل المالية، فهو تباين غير مشروط، كونه لا يقيس التذبذب أو التباين الذي حصل في السلسلة في الفترات الماضي. ولمعالجة مشكلة التذبذب (Volatility) أو عدم الثبات في السلاسل الزمنية المالية، قام Engle في عام (1982) باقتراح نموذج ARCH_(q) لمعالجة مشكل عدم تجانس التباين، في دراسة أجراها حول تغيرات التضخم في بريطانيا¹⁹. ويمكن تمثيل معادلة التباين الشرطي لنموذج ARCH كما يلي:

¹⁹ Engle Robert, GARCH 101: The Use of ARCH/GARCH Models in Applied Econometrics, Journal of Economic Perspective, American Economic Association, 2001, vol15, n04, p-p 157-168.

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2$$

إلا أن ما يأخذ على هذا النموذج أن التوسع في قيم (P) قد ينتج عنه قيم سالبة لـ α مربع الخطأ، وهذا ما يناقض إحدى فرضيات نماذج ARCH²⁰.

ولمواجهة هذه المشكلة عمّم Bollerslov سنة 1986²¹ ما يعرف بنموذج الإنحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس (GARCH). الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

أي أن التباين الشرطي المتوقع للنموذج يعتمد على التمثيلات السابقة لمربع الخطأ وكذلك التمثيلات السابقة للتباين نفسه.

• الفرع الثالث: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ

نقول أنه يوجد تكامل مشترك بين سلسلتين زمنيتين إذا كان التقلبات في إحدى هاتين السلسلتين تؤدي إلى إلغاء التقلبات في السلسلة الأخرى، بمعنى أنه عند إختبار كل سلسلة منهما على حدي فإنهما غير ساكنتين، لكن كمجموعة نجد أن هنالك علاقة خطية بينهما يمكن أن تكون ساكنة ومستقرة.

تستخدم عموماً نماذج الإنحدار، ومعاملات الإرتباط لدراسة إمكانية تنوع المحافظ الإستثمارية، حيث إختارنا في دراستنا هذه التعبير عن هذه العلاقة من خلال نموذج التكامل المشترك Cointegration، ويحقق التكامل المشترك إمكانية معرفة علاقات التوازن المحتملة بين الأصول على المدى الطويل. بإعتبار أن الأصول التي يتم تكاملها معاً تظهر إرتباطات مهمة طويلة الأجل والتي تقلص إمكانية التنوع فيما بينها. لذا فإن العمل على تحقيق أقصى فوائد من خلال التنوع على المدى الطويل يستلزم إنتقاء أصول مستقلة عن بعضها أي غير متكاملة.

حيث أن إضافة أدوات مالية إلى نفس المحفظة في الأسواق دون وجود علاقة تكامل مشترك، هو أكثر نجاحاً من إضافة أدوات متكاملة تكاملاً مشتركاً، من ناحية تقليل مخاطر المحفظة. وبالتالي فإن

²⁰ Ngailo Edward; Luvanda Eliab; Massawe Estomih, Time Series Modelling With Application To Tanzania Inflation Data, Journal Of Data Analysis And Information Processing, Scientific Research Publishing Inc, 2014, Vol 2, N2, P-P 49-59

²¹ Bollerslev Tim, Generalized Autoregressive Conditional, Journal Of Econometrics, Elsevier Science Publishers, North-Holland, 1986, Vol 31, N3, P-P 307-327.

عدم وجود ميزات تكامل مشترك يعني تحقيق أقصى ربح عند الحد الأدنى من مستويات المخاطر²². ويهمننا هذا الإختبار تحديداً في معرفة إن كانت الصكوك أدوات بديلة للسندات. ويمكن إجراء إختبار التكامل المشترك منهجيات أهمها منهجية Johansen التي تستخدم في حالة وجود أكثر من متغيرين، ومنهجية Granger & Engle التي إعتدناها في هذه الدراسة، بإعتبار أن لدينا متغيرين فقط.

- إختبار التكامل المشترك وفق منهجية (Granger & Engle 1987): ويسمى إختبار ذي الخطوتين، حيث تشير هذه المنهجية إلى إمكانية توليد مزيج خطي يتصف بالسكون من السلاسل الزمنية غير المستقرة للمتغيرات، وبالتالي فإنّ الإنحدار بين المتغيرات يكون زائفاً. وإذا أمكن توليد هذا المزيج الخطي المستقر تعتبر السلاسل الزمنية للمتغيرات متكاملة من نفس الرتبة²³. ومفهوم التكامل المتزامن يقوم على أنه في المدى القصير قد تكون السلسلتين الزمئيتين X_t و Y_t غير مستقرتين لكنها تتكامل في المدى الطويل، أي توجد علاقة ثابتة في المدى الطويل بينهما، وللتعبير عن العلاقات بين مختلف هذه المتغيرات غير المستقرة لأبد أولاً من إزالة مشكل عدم الاستقرار وذلك من خلال إختبارات جذور الوحدة كما ذكرنا سابقاً، وإستعمال نماذج تصحيح الخطأ، وتتمثل خطوتنا هذه المنهجية في²⁴:

المرحلة الأولى: إختبار درجة تكامل المتغيرات من خلال إختبار إستقرارية كل سلسلة. ومن الضروري أن تستقر السلسلتان عند نفس الدرجة حتى نقول أنّه يوجد إمكانية التكامل المشترك بين المتغيرين.

المرحلة الثانية: يتم خلالها تقدير نموذج الإنحدار للعلاقة طويلة الأجل بإستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS وفق المعادلة:

$$Y_t = aX_t + b + \varepsilon_t$$

²² Tun Gülfen; Burak Fatih, Cointegration Relation on Investors' Portfolio Choice at European Financial Markets: An Application for Turkey and Greece, International Journal of Business and Social Science, 2013, vo 4, n 06, p237.

²³ عريش شفيق، نقار عثمان، اسماعيل رولي، إختبارات السببية و التكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية، اللاذقية، 2011، المجلد 33، العدد 05، الصفحات 75-97، ص 84.

²⁴ Hamisultane Hélène, Econometrie Des Series Temporelles, Halshs.Archives-Ouvertes, 14/01/2016, <https://Halshs.Archives-Ouvertes.Fr/Cel-01261174/Document>, Date De Consultation 07/08/2020.

حيث X و Y تمثل المتغيرات غير المستقرة عند المستوى 0. وتمثل (ε_t) البواقي. ثم من خلال هذه المعادلة نستخرج معادلة البواقي المقدره :

$$e_t = Y_t - \hat{a}X_t - \hat{b}$$

إذا تحقق شرط إستقرارية سلسلة البواقي عند المستوى 0. معناه أنّ المتغيرين X و Y متكاملان تكاملاً مشتركاً. يتم من خلال إختبار جذر الوحدة بإستخدام منهجية Augmented Dickey–Fuller. وفي هذه الحالة يمكننا تقدير نموذج التصحيح الخطأ²⁵. وإستكمالاً لمنهجية التكامل المشترك فإنه يجب أيضاً إجراء إختبار:

- **نموذج تصحيح الخطأ (ECM) The Error Correction Model**: يُستخدم لمعرفة

تغيرات السلسلة الديناميكية المشتركة في المدى القصير، ومتى تقترب السلسلة من التوازن في المدى الطويل²⁶. ويتم تقدير هذا النموذج بإستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS، حيث يقوم مفهومه على أنه رغم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل إلا أنّ المتغير التابع يمكن أن يأخذ قيماً مختلفة عن القيمة التوازنية، وتمثل الفروق بين القيمتين عند كل فترة (خطأ التوازن)، والذي يتم تصحيحه من خلال نموذج تصحيح الخطأ ECM، الذي يعمل على فحص وتحليل المتغيرات على المدى القصير، من أجل الوصول إلى التوازن على المدى الطويل. ويمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM من خلال المعادلة²⁷:

$$\Delta Y_t = \gamma \Delta X_t + \delta (Y_{t-1} - aX_{t-1} - b) + \mu_t$$

حيث $\delta < 0$:

أي أنّه حتي تعود Y_t إلى القيمة التوازنية على المدى الطويل، يجب أن يكون معامل التصحيح سالب ومعنوي.

• الفرع الرابع: إختبار السببية Causality test

²⁵ Hamisultane H el ene, Econometrie Des Series Temporelles, Halshs.Archives-Ouvertes, 14/04/2016, <https://Halshs.Archives-Ouvertes.Fr/Cel-01261174/Document> , Date De Consultation 04/09/2020.

²⁶ Greene, William, Econometric Analysis, Prentice Hall, 5 Eme Edition, New Jersey, Usa, 2003, P654.

²⁷ Hamisultane H el ene, Econometrie Des Series Temporelles, 14/01/2016, Page 21. <https://Halshs.Archives-Ouvertes.Fr/Cel-01261174/Document> Date De Consultation 28/08/2020

سببية جرانجر (1969) Granger هي مفهوم إحصائي للسببية، يهدف إلى التحقق من العلاقة الآنية الديناميكية (العلاقة قصيرة الأجل Relationship run-Short)، للتعرف على ماهية هذه العلاقة، وما إذا كانت علاقة تبادلية (باتجاهين) أو أنها أحادية (باتجاه واحد). وفقاً لعلاقة جرانجر للسببية فإنه إذا كانت هناك سلسلتان زمنيتان متكاملتان، فلا بد من وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل، وحسب مفهوم جرانجر فإنه إذا كان المتغير X_t يسبب المتغير Y_t فهذا يعني أنه يمكن توقع قيمة Y_t بشكل أفضل باستخدام القيم الماضية لـ X_t ²⁸.

المطلب الثاني: السلاسل المستخدمة وتقدير النموذج

• الفرع الأول: السلاسل الزمنية محل الدراسة

إستخدمنا في هذه الدراسة سلاسل زمنية تتعلق بمؤشري سوق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA للصكوك والسندات، وهما:

- مؤشر سوق الصكوك الاسلامية S&P MENA Sukuk Index

- مؤشر سوق السندات S&P MENA Bond Index.

للفترة الممتدة من 2016/01/08 إلى 2021/01/08، علماً أنّ البيانات هي أسعار الإغلاق اليومية لـ 5 أيام في الأسبوع. وهي مؤشرات تقيس أداء الصكوك والسندات المقومة بالدولار الأمريكي، الصادرة عن الشركات في كل من: الجزائر، البحرين، مصر، إيران، العراق، الأردن، الكويت، لبنان، ليبيا، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، السعودية، سوريا، تونس، الإمارات واليمن.

وتم إختيار مؤشرات منطقة MENA تحديداً، بحكم النمو المتسارع الذي تشهده، والتزايد كبير في إصدارات الصكوك بها، خاصة من الدول الخليجية التي تسير نحو إلغاء الهيمنة الماليزية على سوق الصكوك، وتشمل الفترة المدروسة كذلك فترة الأزمة الصحية COVID-19، ما يساعد على إظهار أثر التقلبات الناجمة عن الأزمات على نتائج الدراسة. بهدف مقارنة النتائج في الفترات العادية مع فترة الأزمة. ويمكن تقديم المؤشرين كما يلي:

• **S&P MENA Sukuk Index**²⁹: هو أحد مؤشرات S&P Dow Jones، التي تضعها

McGraw-Hill شركة تابعة لشركة S&P Dow Jones Indices LLC، وهي شركة تابعة لشركة

²⁸ Granger Clive.W.J, Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods, Econometrica, vol37, n03, 1969, p-p 424-438, page 431.

Companies، التي تعد أحد أهم موردي البيانات ومؤشرات الأسواق المالية في العالم، والتي تضع أكثر من 830.000 مؤشر، تغطي مجموعة واسعة من فئات الأصول في جميع أنحاء العالم. حيث تم تصميم S&P MENA Sukuk Index لقياس أداء الأوراق المالية الإسلامية العالمية، ذات الدخل الثابت، والمعروفة بإسم الصكوك. حيث يتضمن هذا المؤشر الصكوك الإستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي، التي لها تصنيف إئتماني من S&P Global Ratings، Moody's أو Fitch. و يتم إصدارها في أسواق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ذات أجل إستحقاق أكبر من عام واحد، والتي تم فحصها للتأكد من إمتثالها لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث:

- تم إطلاق المؤشر في 31 جويلية 2013
- يضم فقط الصكوك المقومة بالدولار الامريكي
- يعتمد هذا المؤشر طريقة الترجيح بالقيمة السوقية
- يعتمد المؤشر على تردد شهري لإعادة التوازن، والتي تشمل عمليات إضافة أو حذف صكوك وغيرها
- يخضع تصنيف الإصدارات الجديدة على الأقل للحد الأدنى لتصنيفات SPGR، Moody's أو Fitch.
- يبلغ عدد مكونات المؤشر 70 مكون إلى تاريخ إجراء الدراسة
- القيمة الإسمية الإجمالية لمكونات المؤشر تقدر بـ 71,896.00 مليون دولار أمريكي
- متوسط الإستحقاق المرجح يقدر بـ 5.19 سنة
- السعر المرجح الإسمي لهذا المؤشر 106.11
- **S&P MENA Bond Index**³⁰: كذلك هو أحد مؤشرات S&P Dow Jones، حيث يضم مجموع السندات المقومة بالدولار الأمريكي، يهدف هذا المؤشر إلى قياس أداء السندات

²⁹ موقع: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-mena-sukuk-index/#data> تاريخ الاطلاع: 2020/09/11.

³⁰ موقع: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-mena-bond-index/#overview> تاريخ الاطلاع: 2020/09/11.

الصادرة عن الشركات في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، التي لها تصنيف ائتماني من S&P ، Global Ratings ، Moody's أو Fitch. حيث:

- تم إطلاق المؤشر في 31 جويلية 2013
- يضم السندات المقومة بالدولار الأمريكي
- يعتمد هذا المؤشر طريقة الترجيح بالقيمة السوقية
- يعتمد على تردد شهري لاعادة التوازن، والتي تشمل عمليات إضافة أو حذف السندات
- تصنيف الإصدارات الجديدة يخضع على الأقل للحد الأدنى لتصنيفات SPGR، Moody's أو Fitch.
- يبلغ عدد مكونات المؤشر 157 مكون إلى تاريخ إجراء الدراسة
- القيمة الإسمية الإجمالية لمكونات المؤشر تقدر بـ 234,326.28 مليون دولار أمريكي
- متوسط الإستحقاق المرجح يقدر بـ 14.27 سنة
- السعر المرجح الإسمي لهذا المؤشر 114.12

• الفرع الثاني: نموذج الدراسة

لوضع نموذج للدراسة الحالية، إستندنا إلى نماذج الدراسات السابقة. حيث أنّ ما اختلفت فيه إجمالاً هو نوع المتغيرات، في حين ركزت أغلبها على التنوع الدولي للصكوك مع أصول مختلفة، وقد إعتمدت الدراسات السابقة على إختبار التنوع إعتقاداً على إختبار الإرتباط. حيث أنه حسب نظرية Markowitz(1959) يمكن تنوع المحفظة إذا كانت الأصول (الأوراق المالية) مرتبطة إرتباطاً سالباً أو معدوم. أمّا الإرتباط الموجب فيعني أنه إذا تعرض المستثمر للخسارة في الورقة الأولى فإنه سيخسر أيضاً في الورقة الثانية، وبالتالي فهو لا ينوع أصوله المالية. إعتقاداً على هذا الأساس النظري، فإننا نختبر في هذه الدراسة إمكانية أن تكون الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات. ولذلك إختبرنا أصول(صكوك وسندات)، متماثلة الخصائص، فهي أصول لنفس المنطقة MENA (لإلغاء أثر التنوع بسبب إختلاف منطقة أو سوق الإستثمار)، ومقومة بنفس العملة وهي دولار أمريكي (لإلغاء أثر تغير أسعار صرف العملات).

S&P MENA Bond Index مؤشر ستاند اندبور للسندات لمنطقة الشرق الوسط و شمال افريقيا	S&P MENA Sukuk Index مؤشر ستاند اندبور للصكوك لمنطقة الشرق الوسط و شمال افريقيا	المتغير
سندات	صكوك	الأصل
MENA	MENA	المنطقة
دولار امريكي	دولار امريكي	العملة

أي أن هدف دراستنا ليس إختبار تنوع المحافظ فقط، ولكن لنتحقق إلى أي مدى تشبه الصكوك الإسلامية السندات، وذلك من خلال:

1- إختبار ما إذا كانت الصكوك أقل مخاطرة من السندات، بالكشف عن التذبذب بإستخدام نموذج GARCH. حيث وضعنا الفرضيات التالية:

H0: تتقلب عوائد الصكوك الإسلامية بشكل أعلى من السندات التقليدية.

H1: تتقلب عوائد الصكوك الإسلامية بشكل أقل من السندات التقليدية.

2- إختبار ما إذا كان الصكوك تشبه السندات ولها نفس منحى تحركها، وذلك من خلال إختبار التكامل المشترك. والذي يمنحنا رؤية عن العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل. حيث وضعنا الفرضيات التالية:

H0: لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين عوائد الصكوك والسندات

H1: توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين عوائد الصكوك والسندات

عموما فإنّه من الشائع عند دراسة السلاسل المالية، أن يتم الإعتماد على العوائد r_t بسبب خصائصها الإحصائية، لأنها من دون وحدة قياس، بدلا من إستخدام أسعار الإقفال p_t ³¹، لذا فقد قمنا بتحويل بيانات السلاسل الزمنية محل الدراسة، إلى سلاسل عوائد، بإستخدام الصيغة التالية:

$$Rt = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

³¹ Edward Ngailo، Eliab Luvanda Luvanda، Estomih Massawe، Time Series Modelling with Application to Tanzania Inflation Data، Journal of Data Analysis and Information Processing، 2014، N02، p50.

$$R_t + 1 = \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

R_t : تمثل العائد في الزمن t

P_t : تمثل مؤشر الإغلاق في الزمن t

P_{t-1} : تمثل مؤشر الإغلاق في الزمن $t-1$

كما يمكن حساب العوائد اليومية r_t للصكوك والسندات، على أنها فروق في أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات بعد إدخال اللوغاريتم على البيانات وفقاً للمعادلة التالية:

$$r_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \log(P_t) - \log(P_{t-1})$$

حيث أن: $r_t \sim N(\mu, \sigma^2)$

علماً أنه قد تم إستثناء أيام عدم التداول في سلسلتي السعار اليومية.

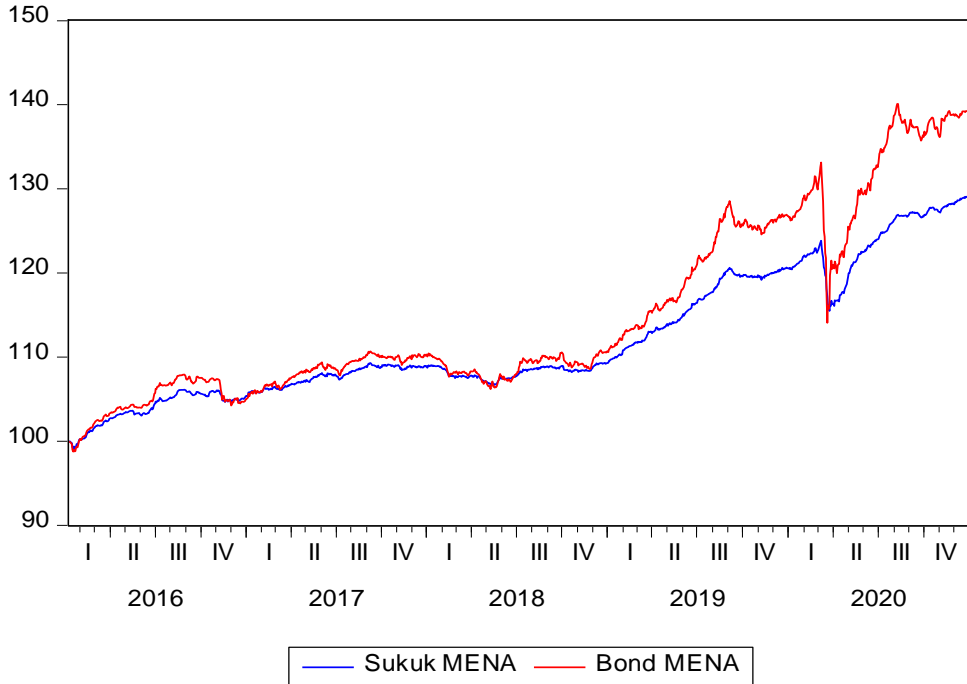
المبحث الثالث: إختبار تذبذب عوائد الصكوك والسندات وعلاقة التكامل المشترك بينهما
 بهدف إختبار الكفاءة الإقتصادية للصكوك الإسلامية من ناحية المخاطر، مقارنة بمخاطر السندات التقليدية، سنعمد في المطلب الأول إلى مقارنة تذبذب عوائد السلسلتين، ثم سنقوم في المطلب الثاني بدراسة العلاقة السببية بين الصكوك والسندات، وإمكانية وجود منحى سير متزامن بينهما من خلال إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ.

المطلب الأول: إختبار مخاطر الصكوك الإسلامية والسندات

الفرع الأول: دراسة خصائص سلاسل المؤشرين

1- التمثيل البياني لسلاسل المؤشرين: تتسم عموماً السلاسل المالية بالتذبذب العالي، وهي حركة صعود وهبوط متكررة لمؤشراتهما. إلا أنّ مؤشرات الأصول ذات العائد الثابت كما هو الحال بالنسبة لمؤشرات السندات، أقل تذبذباً من مؤشرات أصول العوائد المتغيرة كالأسهم. بينما تجمع مؤشرات الصكوك بين النوعين، فهناك صكوك ذات عائد ثابت أهمها صكوك المرابحة، إضافة لصكوك ذات عوائد متغيرة كصكوك المضاربة مثلاً. ويوضح التمثيل البياني التالي، حركة المؤشري محل الدراسة:

الشكل 11: التمثيل البياني لمؤشري S&P للصكوك والسندات لمنطقة MENA



المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الشكل رقم 11 يمكننا أن نلاحظ أن مستوى تذبذب مؤشر S&P MENA Bond Index ومؤشر S&P MENA Sukuk Index يبدو متقاربا، ومنخفضا إلى غاية الربع الأول من سنة 2020، حيث نلاحظ تذبذبا عاليا خاصة بالنسبة لمؤشر السندات، وهي الفترة التي شهدت الأزمة الصحية COVID-19، وما تبعها من إجراءات الغلق بسبب الجائحة. وعلى هذا الأساس فإننا سنجري دراستنا على فترتين، الفترة الأولى قبل الأزمة، والفترة الثانية بعدها. إضافة إلى ذلك فإننا نلاحظ من التمثيل البياني أنّ مؤشر السندات يتحرك طوال الفترة أعلى من مؤشر الصكوك، وهو ما يدلّ على أنه يحقق متوسط عوائد أعلى مما تحققها الصكوك، بإستثناء فترة الربع الثاني من سنة 2018، والتي تقارب فيها المؤشران، وهي الفترة التي شهدت إصدارات سيادية للمملكة العربية السعودية، ثم أن تباعد المؤشرين إنطلاقا من منتصف 2019 يعود إلى تعزيز الإصدارات في سوق السندات. كما أنّ تزامن حركة المؤشرين طوال الفترة المدروسة، يعزز فرضية وجود تكامل مشترك بينهما، وهو ما سنحاول تأكيده من خلال الإختبارات القياسية في ما يلي.

2- إختبار التوزيع الطبيعي وإختبارات الإحصاء الوصفي: بعد إجراء إختبارات التوزيع

الطبيعي والإحصاء الوصفي على السلاسل الزمنية لمؤشري الصكوك والسندات محل الدراسة، تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول التالي، والذي قمنا بإعداده إنطلاقا من نتائج الملحق 1 و2. كما يلي:

الجدول 06: نتائج إختبارات الإحصاء الوصفي والتوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشري الصكوك

والسندات

مؤشر الصكوك	مؤشر السندات	
112.090	115.112	متوسط أسعار الاغلاق Mean
7.7245	10.973	الانحراف المعياري (Std.Dev)
0.7261	0.8947	معامل الالتواء (Skewness)
2.3394	2.5084	معامل التفلطح (Kurtosis)
138.522	187.415	اختبار Jarque-Bera
0.0000	0.0000	Probability

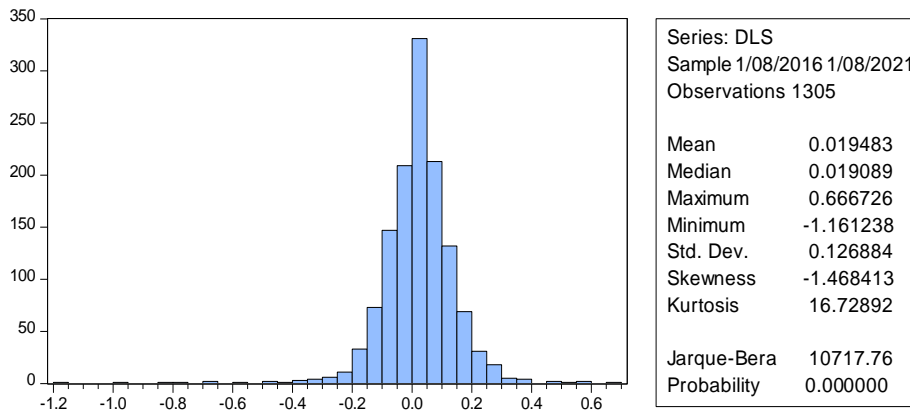
المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاداً على مخرجات برنامج eviews.10

- يلخص الجدول السابق أهم إختبارات الإحصاء الوصفي، الخاصة بأسعار إغلاق المؤشرين حيث:
- متوسط أسعار الإغلاق (Mean) بالنسبة للسلسلتين متقارب، إلا أنّ متوسط أسعار إغلاق السندات أعلى (115.112) مقارنة بمتوسط بالصكوك (112.090)، أي أنّ أسعار إغلاق السندات أعلى بقليل من الصكوك.
 - الإنحراف المعياري لأسعار إغلاق المؤشرين (Std.Dev) والذي يمثل التذبذب عن سعر الإغلاق، نلاحظ أنّ مؤشر الصكوك أقل تذبذباً (7.7245) مقارنة بالسندات (10.973) رغم أنه يمكننا القول بأن كلاهما لا يمتلك تذبذباً مرتفعاً.
 - معامل الالتواء (Skewness) تظهر أنّ شكل التوزيع غير متناظر، علماً أنّ توزيع قيم مؤشر الصكوك أقل التواءاً (0.7261) من السندات (0.8947).
 - معامل التفلطح (Kurtosis) والذي يعبر عن وجود قيم شاذة إذا فاقت قيمته 3، يظهر أنّ توزيع أسعار إغلاق مؤشر الصكوك أقل تحديباً بقيمة (2.3394) مقابل توزيع أكثر حدة بالنسبة لسلسلة السندات بقيمة (48.59).
 - إختبار Jarque-Bera يؤكد هذا الإختبار أنّ السلسلتان لا تتبعان التوزيع الطبيعي حيث أنّ $(Prob=0.00 < 0.05)$ للسلسلتين ومنه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي.
- تعطي النتائج السابقة فكرة أولية عن أسعار إغلاق مؤشري الصكوك والسندات، إلا أنّ ما نحتاجه لهذه الدراسة هو التعبير عن العوائد وليس عن أسعار الإغلاق. لذا فإننا نحتاج لتحويلها لسلاسل عوائد، كما سبق وذكرنا، وقد إختارنا أن نحولها بإدخال اللوغاريتم على البيانات، ثم إجراء الفرق في أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات، وفقاً للمعادلة:

$$r_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \log(P_t) - \log(P_{t-1})$$

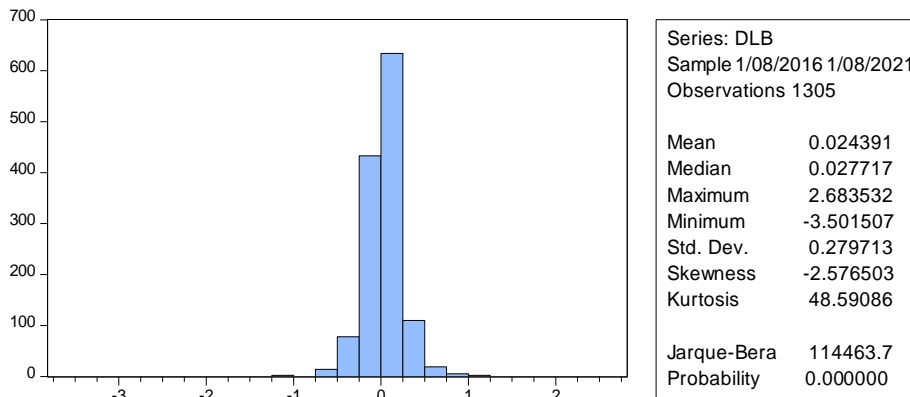
بعد تحويل السلاسل قمنا بإعادة إجراء إختبارات الإحصاء الوصفي وإختبار التوزيع الطبيعي، لسلاسل العوائد باعتبارها السلاسل التي ستشكل متغيرات الدراسة. فنجد:

الشكل 12: المدرج التكراري لبيانات عوائد مؤشر الصكوك



المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

الشكل 13: المدرج التكراري لبيانات عوائد مؤشر السندات



المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من الشكلين نلاحظ أن:

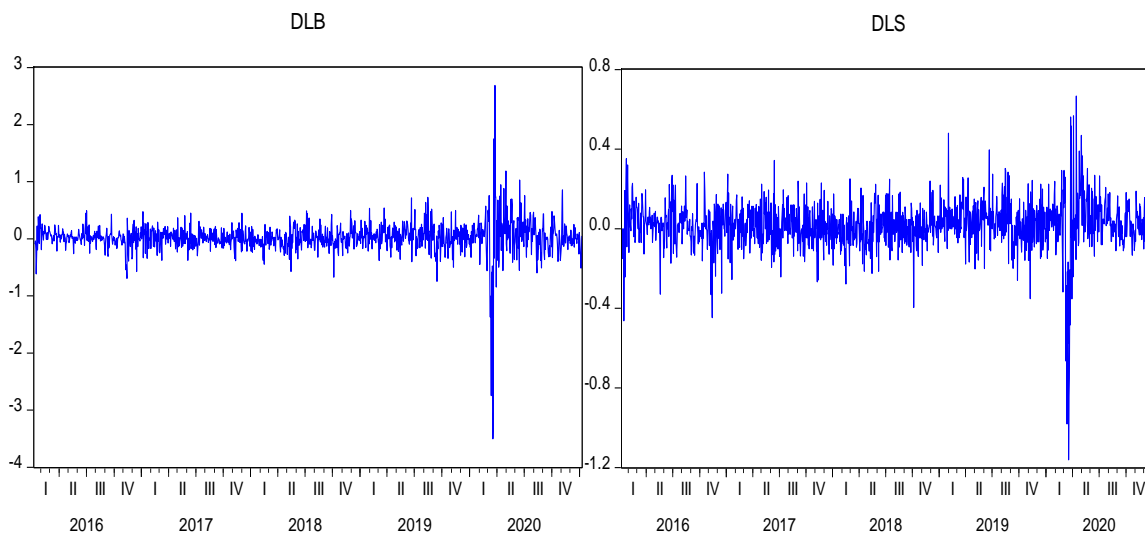
- متوسط العوائد (Mean) بالنسبة للسلسلتين متقاربة إلا أن متوسط عوائد السندات أعلى (0.0243) مقارنة بمتوسط عوائد الصكوك (0.0194). أي أن السندات تحقق عوائد أعلى بقليل من ما تحققه الصكوك.
- الإنحراف المعياري لعوائد المؤشرين (Std.Dev) والذي يمثل تذبذب العوائد أو المخاطرة، نلاحظ أن الصكوك أقل مخاطرة (0.126) مقارنة بالسندات (0.279) رغم أنه يمكننا القول بأن كلاهما لا يمتلك تذبذباً أو مخاطرة مرتفعة.
- معامل الالتواء (Skewness) تظهر كلا القيمتين بإشارة سالبة، أي أن شكل التوزيع غير متناظر، وهو ملتوي نحو اليسار، ويدل هذا على أن عوائد الصكوك والسندات تتأثر

بالصدّات السالبة أكثر من الصدّات الموجبة، إلّا أنّ الصكوك أقلّ التواءاً (-1.468) من السندات (-2.576).

- معامل التفلطح (Kurtosis) والذي يعبر عن وجود قيم شاذة بما أنّ القيم المسجلة فاقت 3، إلّا أنّ سلسلة الصكوك أقلّ تحديباً بقيمة (16.72)، مقابل توزيع أكثر حدة بالنسبة لسلسلة السندات بقيمة (48.59) .
- إختبار Jarque-Bera يؤكد هذا الإختبار أنّ السلسلتان لا تتبعان التوزيع الطبيعي، حيث أنّ قيمة الإحتمال اقل من 5% (Prob=0.00<0.05) للسلسلتين، ومنه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي.

كما أنّ التمثيل البياني للسلاسل بعد تحويلها لسلاسل عوائد، يكون كما هو موضح:

الشكل 14: التمثيل البياني لعوائد مؤشري الصكوك والسندات لمنطقة MENA



المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

يظهر التمثيلان البيانيان (DLS) الخاص بعوائد الصكوك، و (DLB) الخاص بعوائد السندات، بعد إدخال اللوغاريتم وإجراء الفروق من الدرجة الأولى، أنّ القيم صارت تلتف حول محور الفواصل، أي أنّ المتوسط الحسابي للقيم يساوي الصفر. وأنّ التباين ثابت عبر زمن الدراسة، رغم حركة التذبذب والتي تعتبر خاصة شائعة في السلاسل المالية. وتُظهر المقارنة بين الشكلين أنّ التذبذب كان أكثر حدة في سلسلة السندات حيث نلاحظ أنّ نذبذبها محصور ضمن مجال أكبر، تقريباً (-4 و +3)، في حين ينحصر تذبذب سلسلة الصكوك بين قيم (-1.2 و +0.8). علماً أنه كلما زاد تذبذب عن

متوسط كلما زادت المخاطرة. والملاحظ أنّ فترة الربيع الأول لسنة 2020، وبالتحديد خلال شهر مارس، تظهر تذبذباً عالياً مقارنة بباقي الفترات في السلسلتين. وهي الفترة التي تمثل تفشي فيروس COVID-19، وما إنجر عنه من تبعات جراء تطبيق إجراءات الإغلاق والحجر الصحي، وفرض القيود على الحركة. حيث سجّلت أسعار إغلاق مؤشر سوق السندات لمنطقة MENA تراجعاً حاداً، من سعر 133.1 في 2020/03/06 إلى 114.1 في ظرف 10 أيام وهو أدنى سعر لها منذ أزيد من سنة، كذلك بالنسبة لمؤشر سوق الصكوك الإسلامية فقد إنهار خلال نفس الفترة من سعر 123.8 إلى 115.5 مع الإشارة إلى أنّ إنخفاض مؤشر الصكوك يظهر بيانياً أقل حدة من السندات.

لذلك ومن أجل دراسة أكثر دقة، فقد إرتابنا أن نقوم بتقسيم الفترة المدروسة إلى فترتين زمنيتين. وذلك لدراسة تذبذب عوائد كل من السلسلتين والتكامل المشترك بينهما، في الفترة الأولى التي نعتبرها فترة تسودها ظروف عادية قبل أزمة COVID-19، ثم دراسة الفترة الثانية التي تمثل مرحلة الأزمة، وقد قسّمناها اعتماداً على نتائج التي إستقرأناها من الشكل 14 إلى:

- الفترة الأولى: من 2016/01/08 إلى 2020/02/28

- الفترة الثانية: من 2020/03/02 إلى 2021/01/08

الفرع الثاني: إختبار إستقرارية سلاسل عوائد مؤشري الصكوك والسندات

بما أنّنا قسّمنا سلسلتي الصكوك والسندات إلى فترتين، قبل أزمة COVID-19 وبعدها. فإننا سندرس الإستقرارية للسلسلتين في الفترة الأولى ثم في الفترة الثانية. علماً أنّنا سنقوم بدراسة إستقرارية السلسلتين (بعد إدخال اللوغاريتم على السلاسل الأصلية)، من خلال منهجية ديكي فيلر -Dickey- Fuller دون إبطاء $P=0$

أ- دراسة إستقرارية السلسلتين خلال الفترة الأولى 2016/01/08-2020/02/28

من خلال إجراء إختبار جذر الوحدة لسلسلتي الصكوك والسندات Dickey-Fuller دون إبطاء $P=0$ ، للفترة الأولى والمحددة من 2016/01/08 إلى 2020/02/28، قبل أزمة COVID-19، تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول التالي.

الجدول 07: نتائج إختبار الإستقرارية للفترة الأولى

إختبار جذر الوحدة DF حيث P=0 الاحصائية معنوية عند 5%						عند المستوى 0	
سلسلة مؤشر S&P MENA للسندات			سلسلة مؤشر S&P MENA للصكوك				
الجدولية t	t المحسوبة	الاحتمال	الجدولية t	T المحسوبة	الاحتمال	النموذج	
2.78	0.700	0.483	2.78	0.451	0.651	$t_{\hat{\beta}}$	وجود ثابت و اتجاه
3.08	-0.037	0.970	3.08	-0.060	0.952	$t_{\hat{\epsilon}}$	
-3.41	0.050	0.996	-3.41	0.076	0.997	$t_{\hat{\theta}}$	
2.52	-1.315	0.188	2.52	-1.136	0.256	$t_{\hat{\epsilon}}$	وجود ثابت
-2.86	1.377	0.999	-2.86	1.198	0.998	$t_{\hat{\theta}}$	
-1.95	4.596	1.000	-1.95	6.000	1.000	$t_{\hat{\theta}}$	دون ثابت ولا اتجاه

المصدر: من إعداد الطالبة أعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من الجدول رقم 07 نلاحظ أنّ قيم (t المحسوبة) أصغر من قيم (t الجدولية) بالنسبة للثابت والاتجاه في النموذج الأول، وكذلك بالنسبة للثابت في النموذج الثاني. و قيم (t المحسوبة) أكبر من قيم (t الجدولية) بالنسبة لجذر الوحدة في النماذج الثلاث، والاحتمالية الموافقة لها أكبر من 5%، وذلك في كلا السلسلتين، معناه حسب منهجية ديكي فولر يوحد جذر وحدة، وبالتالي فإنّ السلسلتين غير مستقرتين عند المستوي، ومن خلال إتباع منهجية ديكي فولر يظهر أنّ كلاهما سلاسل من نوع DS. نحتاج لإجراء الفروق من الدرجة الأولى من أجل إستقرارها. وبإجراء الفرق الأول على السلاسل بعد إدخال اللوغاريتم، نتحصل على الصيغة الرياضية لحساب العوائد.

$$r_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

حيث تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول، علماً أنّنا إستخدمنا أيضاً إختبار Dickey-Fuller دون إبطاء P=0.

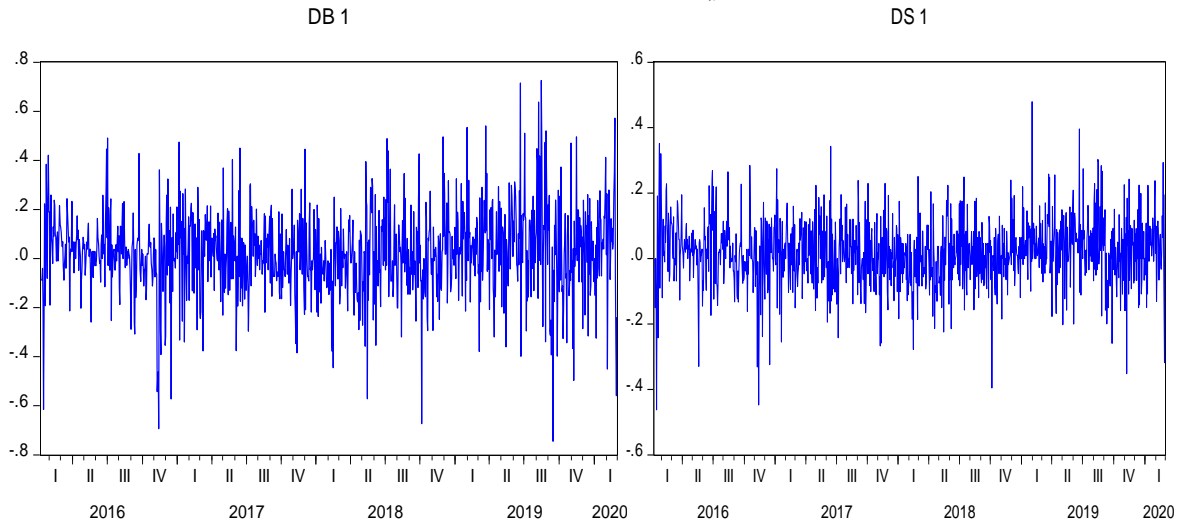
الجدول 08: نتائج إختبار الإستقرارية بعد الفرق الأول للفترة الأولى

إختبار جذر الوحدة DF حيث P=0 الإحصائية معنوية عند 5%						عند المستوى 1	
سلسلة S&P MENA للسندات			سلسلة S&P MENA للصكوك				
الاحتمال	T المحسوبة	t الجدولية	الاحتمال	T المحسوبة	t الجدولية	النموذج	
0.187	1.318	2.78	0.172	1.365	2.78	$t_{\hat{\beta}}$	وجود ثابت و اتجاه
0.049	1.964	3.08	0.366	0.903	3.08	t_c	
0.000	-34.12	-3.41	0.000	-29.87	-3.41	$t_{\hat{\theta}}$	
0.000	6.124	2.52	0.000	4.135	2.52	t_c	وجود ثابت
0.000	-34.09	-2.86	0.000	-29.83	-2.86	$t_{\hat{\theta}}$	
-	-	-	-	-	-	$t_{\hat{\theta}}$	دون ثابت ولا اتجاه

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من نتائج الإختبارات السابقة نلاحظ أنه ليس للسلسلتين جذر وحدة، وقد إستقرتا بعد إجرائنا الفرق الأول مع الإشارة إلى أن سلسلتي مؤشر الصكوك ومؤشر السندات، لهما ثابت C وليس لهما إتجاه، لذلك لسنا في حاجة لإجراء الإختبار الثالث None. ويمكن تمثيل السلسلتين بيانياً كما هو موضح:

الشكل 15: التمثيل البياني لسلاسل العوائد بعد الفرق الأول للفترة الأولى



المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

ب-دراسة إستقرارية السلاسل في الفترة الثانية 2020/03/02 إلى 2021/01/08

بإستخدام نفس المنهجية ديكي فيلر دون ابطاء $P=0$ ، قمنا بدراسة إستقرارية سلسلتي عوائد المؤشرين الأصلية، بعد إدخال خاصية اللوغاريتم، للفترة الثانية من 2020/03/02 إلى 2021/01/08، التي شهدت أثر أزمة covid-19. وتحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول التالي:

الجدول 09: نتائج إختبار الإستقرارية للفترة الثانية

إختبار جذر الوحدة DF حيث $P=0$ الاحصائية معنوية عند 5%						عند المستوى 0	
سلسلة مؤشر S&P MENA للسندات			سلسلة مؤشر S&P MENA للصكوك				
الجدولية t	المحسوبة t	الاحتمال	الجدولية t	المحسوبة t	الاحتمال	النموذج	
2.78	1.710	0.088	2.78	2.285	0.011	$t_{\hat{\beta}}$	وجود ثابت و اتجاه
3.08	1.844	0.066	3.08	2.561	0.023	$t_{\hat{\epsilon}}$	
-3.41	-1.844	0.679	-3.41	-2.287	0.438	$t_{\hat{\theta}}$	
2.52	0.752	0.452	2.52	-0.020	0.984	$t_{\hat{\epsilon}}$	وجود ثابت
-2.86	-0.746	0.831	-2.86	0.030	0.959	$t_{\hat{\theta}}$	
-1.95	0.611	0.847	-1.95	1.603	0.973	$t_{\hat{\theta}}$	دون ثابت ولا اتجاه

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من الجدول السابق نلاحظ أنّ قيم (t المحسوبة) أصغر من قيم (t الجدولية) بالنسبة للثابت والاتجاه في النموذج الأول، وكذلك بالنسبة للثابت في النموذج الثاني. و قيم (t المحسوبة) أكبر من قيم (t الجدولية) بالنسبة لجذر الوحدة في النماذج الثلاث، والإحتمالية الموافقة لها أكبر من 5%، معناه حسب منهجية ديكي فولر يوجد جذر وحد، وبالتالي فإنّ السلسلتين غير مستقرتين عند المستوي. ومن خلال إتباع منهجية ديكي فولر فإنّ كلاهما سلاسل من نوع DS. نحتاج لإجراء الفروق من الدرجة الأولى من أجل إستقرارها.

وبإجراء الفرق الأول على السلاسل بإستخدام إختبار Dickey-Fuller دون ابطاء $P=0$. تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول التالي:

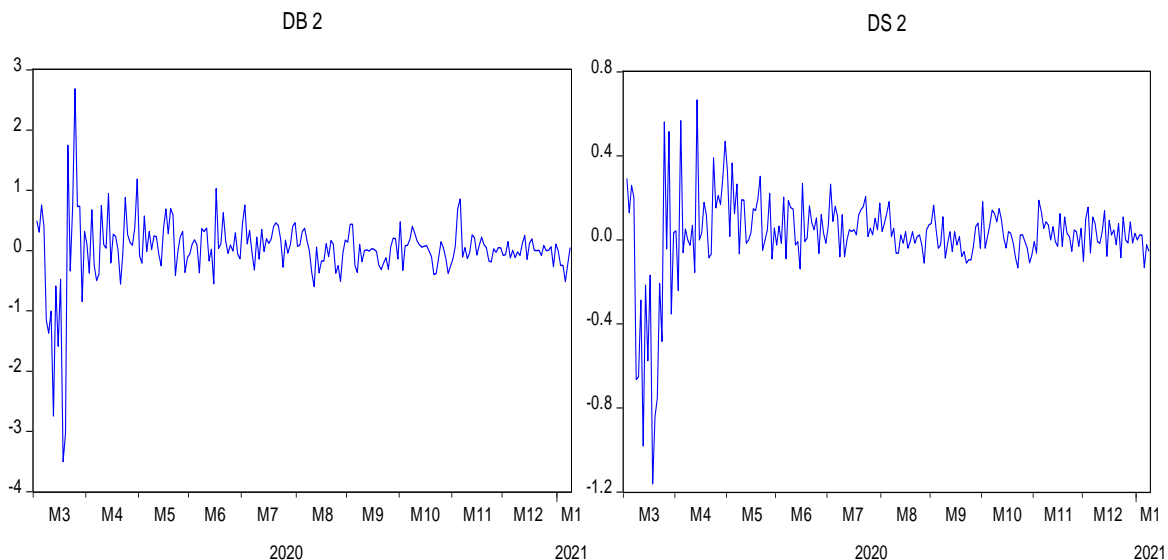
الجدول 10: نتائج إختبار الإستقرارية بعد الفرق الأول للفترة الثانية

اختبار جذر الوحدة DF حيث P=0 الاحصائية معنوية عند 5%						عند المستوى 1	
سلسلة S&P MENA للسندات			سلسلة S&P MENA للصكوك				
الاحتمال	T المحسوبة	t الجدولية	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولية	النموذج	
0.348	0.940	2.78	0.753	0.314	2.78	$t_{\hat{\theta}}$	وجود ثابت و اتجاه
0.746	-0.323	3.08	0.932	-0.085	3.08	$t_{\hat{c}}$	
0.000	-10.28	-3.41	0.000	-10.57	-3.41	$t_{\hat{\theta}}$	
0.324	0.987	2.52	0.704	0.379	2.52	$t_{\hat{c}}$	وجود ثابت
0.000	-10.24	-2.86	0.000	-10.59	-2.86	$t_{\hat{\theta}}$	
0.000	-10.19	-1.95	0.000	-10.60	-1.95	$t_{\hat{\theta}}$	دون ثابت ولا اتجاه

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

نلاحظ من نتائج الاختبارات جذر الوحدة للسلسلتين بعد ادخال الفرق الأول أنه لم يعد لهما جذر وحدة واصبحت سلاسل مستقرة. مع الإشارة إلى أن سلسلتي مؤشر الصكوك ومؤشر السندات ليس لهما لا ثابت C ولا اتجاه. على خلاف الفترة الأولى قبل الازمة والتي وجدنا فيها أن كلا السلسلتين لهما ثابت وليس لهما اتجاه عام.

الشكل 16: التمثيل البياني لسلاسل العوائد بعد الفرق الأول للفترة الثانية

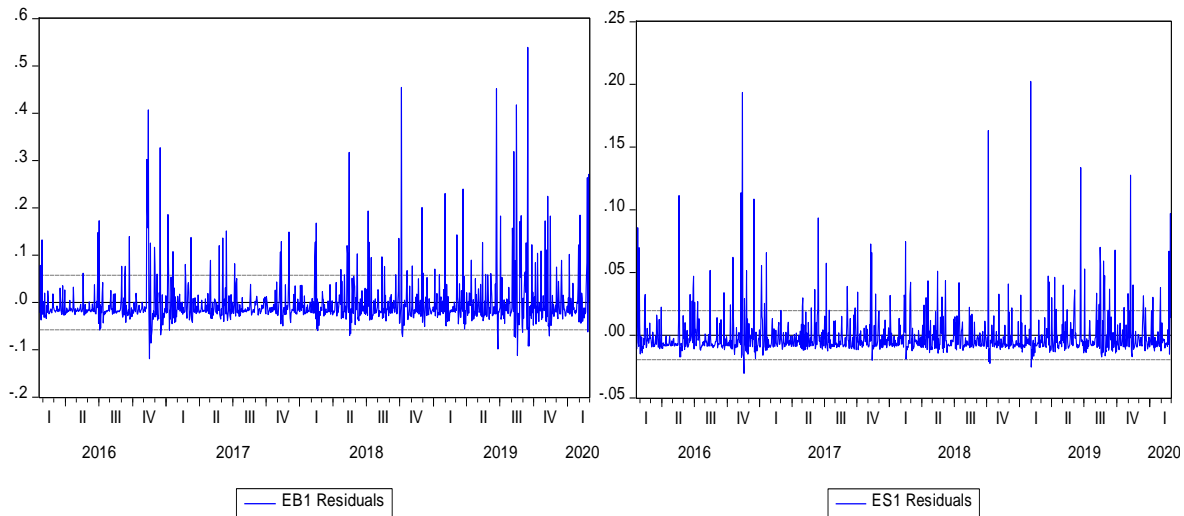


المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

الفرع الثالث: إختبار تذبذب عوائد المؤشرين باستخدام نموذج GARCH

نسعى من خلال دراستنا لتذبذب عوائد السلسلتين إلى إختبار مدى تشتت عوائد كل من الصكوك والسندات، بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، والمقارنة بينهما، للحكم على الأداة الأكثر مخاطرة، حيث سنجري الإختبار على السلسلتين في فترتين، قبل أزمة COVID-19، وبعدها. بما أن السلاسل المالية عموماً تتميز بتذبذب عال، فهي غالباً ما تعاني من مشكل heteroskedasticity، حيث أن هذا التباين يتغير عبر الزمن ولا يمكن تحديد قيمة واحدة ثابتة له تمثل كل السلسلة الزمنية. لذا قمنا بتقدير مربعات البواقي (e) بالنسبة لسلسلتي الصكوك والسندات خلال فترتي الدراسة. وما لاحظناه هو أن بعض قيم λ جاءت بقيم سالبة، علماً أنها قيم تعبر عن معاملات مربع العوائد، كما توضحه الملاحق 4، 5، 6 و7. وتوضح التمثيلات البيانية تغير التباين بالنسبة لسلاسل الصكوك والسندات في الفترة الأولى من 2016 إلى بداية 2020 كما يلي:

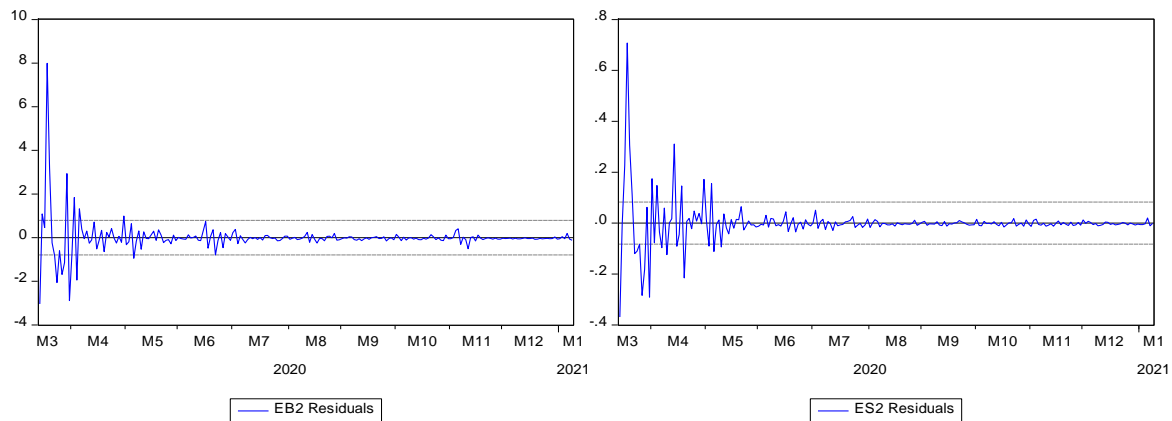
الشكل 17: التمثيل البياني لمربع البواقي لسلسلة الصكوك والسندات في الفترة الأولى



المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

وبالنسبة للفترة الثانية فإن التباين لسلسلتي الصكوك والسندات يظهر أكثر تغيراً، خاصة بمقارنة بداية الفترة مع نهايتها.

الشكل 18: التمثيل البياني لمربع البواقي لسلسلة الصكوك والسندات في الفترة الثانية



المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

وبالتالي فإن طريقة المربعات الصغرى OLS غير مناسبة لهذا النوع من السلاسل، لذا فإننا نلجأ إلى طريقة المعقولة العظمى (maximum likelihood LM)، من خلال نماذج ARCH. ولإستعمالها لابد من الكشف عن وجود أثر ARCH. ثم تقدير النموذج المناسب لكل سلسلة وفق التوزيع الملائم، وأخيراً إختبار سلامة النموذج المختار. حيث سنطبق هذه الخطوات على سلسلتي الصكوك والسندات، للفترتين قبل ازمة COVID-19 وبعدها.

أ- الفترة الاولى 2016/01/08 - 2020/02/28

1- إختبار أثر ARCH: بناء على إختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier) يمكننا التحقق من وجود أثر ARCH حيث نلخص النتائج في الجدول التالي اعتماداً على الملاحق 9 و 8:

الجدول 11: إختبار أثر ARCH للسلسلتين في الفترة الأولى

Obs*R-squared		F-statistic		Heteroskedasticity Test ARCH
Prob	Value	Prob	Value	
0.0071	7.2383	0.0071	7.2737	سلسلة الصكوك الإسلامية
0.0000	21.8115	0.0000	22.2202	سلسلة السندات

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال نتائج إختبار أثر ARCH على سلسلتي الصكوك والسندات خلال الفترة الأولى، يظهر أنّ قيمة إحتمال (Obs*R-squared) لكلا الإختبارين أقل من 5%، مع العلم أننا إختبرنا فترة إبطاء (1) من أجل دمج تأثير ARCH، ووفقاً للنتائج يتم رفض فرضية العدم (عدم وجود تأثير ARCH)،

أي أنّ تباين الأخطاء في السلسلتين ليس ثابت، وبالتالي وجود أثر ARCH ومنه يمكننا نمذجة التباين المشروط بواسطة نماذج ARCH.

2- تقدير نماذج GARCH وإختيار أفضل نموذج: من عيوب نموذج ARCH أنّه يعتمد على عدد كبير من الإبطاءات، ولا يأخذ بعين الإعتبار حركية التباين الشرطي للأخطاء، لذلك فإننا سنقتصر على تقدير نماذج $GARCH(p, q)$ بإستعمال طريقة المعقولة العظمى لكلا السلسلتين خلال الفترة الأولى من الدراسة والتي حددناها من 2016/01/08 الى 2020/02/28، حيث قمنا بتقدير النماذج $GARCH(1, 1)$ $GARCH(1, 2)$ $GARCH(2, 1)$ $GARCH(2, 2)$ بالنسبة لكل سلسلة من السلاسل كما يلي:

- بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية

الجدول 12: تقدير نماذج GARCH لسلسلة الصكوك للفترة الأولى

	GARCH (1, 1)	GARCH (1, 2)	GARCH (2, 1)	GARCH (2, 2)
μ	0.018	0.018	0.018	0.018
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000
α_0	0.002	0.002	0.0007	0.0002
Prob	0.000	0.0003	0.0974	0.1129
α_1	0.085	0.102	0.133	0.1003
Prob	0.000	0.0001	0.0001	0.0004
β_1	0.707	0.230	0.914	1.5530
Prob	0.000	0.2093	0.0000	0.0000
α_2			-0.116	-0.0970
Prob			0.0009	0.0004
β_2		0.407		-0.5781
Prob		0.0115		0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماًداً على مخرجات برنامج eviews.10

- بالنسبة لسلسلة السندات

الجدول 13: تقدير نماذج GARCH لسلسلة السندات للفترة الأولى

	GARCH (1,1)	GARCH (1,2)	GARCH (2,1)	GARCH (2,2)
μ	0.0231	0.0233	0.0235	0.0228
Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
α_0	90.001	0.0020	0.0015	0.0001
Prob	0.0000	0.0006	0.0004	<u>0.3033</u>
α_1	0.1103	0.1203	0.1323	0.1415
Prob	0.0000	0.0002	0.0002	0.0000
β_1	0.8276	0.6924	0.8534	1.5709
Prob	0.0000	0.0195	0.0000	0.0000
α_2			<u>-0.0360</u>	<u>-0.1263</u>
Prob			<u>0.3378</u>	0.0000
β_2		0.1214		<u>-0.5920</u>
Prob		<u>0.6409</u>		0.0001

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدولين السابقين أشارت الإختبارات إلى أن نموذج GARCH(1,1) هو النموذج الوحيد الذي ظهرت جميع إشارات المعلمات موجبة (موافقة لافتراضات GARCH)، ومعنوية عند مستوى الدلالة 5% بالنسبة لكلا السلسلتين.

3- إختيار التوزيع الأنسب: نقدر نموذج GARCH(1,1) وفق عدة توزيعات مع إستبعاد التوزيع الطبيعي للأخطاء، سنعتمد على توزيعات أخرى حيث نختار التوزيع الذي يحقق أقل قيم للمعايير (Hannan-Quinn / Schwarz / Akaike) وأعلى قيمة (Log likelihood) كما هو موضح في الجدولين 14 و 15.

الجدول 14: إختبار التوزيع الأمثل لنموذج GARCH(1,1) لعوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة

الأولى

التوزيع	المعيار /	Akaike	Schwarz	Hannan-Quinn	Log likelihood
Student's t		-1.759	-1.736	-1.750	955.212
Generalized Error GED		-1.756	-1.733	-1.747	953.547
Student's t with fixed df		-1.757	-1.739	-1.750	953.211
GED t with fixed parameter		-1.756	-1.737	-1.749	952.377

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

الجدول 15: إختبار التوزيع الأمثل لنموذج $GARCH(1, 1)$ لعوائد مؤشر S&P للسندات للفترة الأولى

التوزيع / المعيار	Akaike	Schwarz	Hannan-Quinn	Log likelihood
Student's t	-0.793	-0.770	-0.784	433.603
Generalized Error GED	-0.796	-0.773	-0.788	435.242
Student's t with fixed df	-0.786	-0.767	-0.779	428.625
GED t with fixed parameter	-0.791	-0.772	-0.784	431.163

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 14 فإن أفضل نموذج بالنسبة لسلسلة الصكوك هو الذي تتبع فيه البواقي توزيع Student's، و من خلال الجدول 15 فإن أفضل نموذج بالنسبة لسلسلة السندات هو الذي تتبع فيه البواقي توزيع (Generalized error distribution GED).

4- تقدير معاملات النموذج:

- بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية

الجدول 16: تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ لسلسلة عوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة الأولى

Dependent Variable: DLS				
Method: ML ARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Sample (adjusted): 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080 after adjustments				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.018798	0.002887	6.512235	0.0000
Variance Equation				
C	0.002865	0.001117	2.564608	0.0103
RESID(-1)^2	0.124035	0.043764	2.834147	0.0046
GARCH(-1)	0.614670	0.125173	4.910567	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

- بالنسبة لسلسلة السندات

الجدول 17: تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ لسلسلة عوائد مؤشر **S&P** للسندات للفترة الأولى

Dependent Variable: DLB				
Method: ML ARCH - Generalized error distribution (GED) (BFGS / Marquardt steps)				
Sample (adjusted): 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080 after adjustments				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.024634	0.004280	5.755253	0.0000
Variance Equation				
C	0.001505	0.000598	2.515785	0.0119
RESID(-1)^2	0.106868	0.026435	4.042650	0.0001
GARCH(-1)	0.847305	0.036994	22.90380	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج `eviews.10`

من نتائج معادلتى المتوسط Mean Equation للسلسلتين نستنتج:

- قيمة ثابت معادلة المتوسط (0.0187) و (0.0246) للصكوك والسندات على التوالي وهي موجبة ومعنوية عند مستوى الدلالة 5%، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية القائمة على إيجابية العلاقة بين العائد والمخاطرة.

من نتائج معادلتى التباين Variance Equation للسلسلتين نستنتج :

- قيمة ثابت معادلة التباين $\alpha_0 > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.0028) بالنسبة للصكوك و (0.0015) للسندات.
- وقيمة معلمة (ARCH) $1 > \alpha_1 > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.1240) بالنسبة للصكوك و (0.1068) للسندات.
- وقيمة معلمة (GARCH) $1 > \beta > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.6146) بالنسبة للصكوك و (0.8473) للسندات لكلا السلسلتين، وهي قيم موجبة أي أنّ التقلب الشرطي يرتفع أكثر بعد الصدمة السالبة منه بعد الصدمة الموجبة. والإحتمالات المقابلة لهذه

القيم α_0 ، α_1 و β معنوية لكلا السلسلتين دليل على أنّ الشرط الضروري لنموذجي سلسلة الصكوك والسندات قد تحقق.

- يتيح نموذج GARCH إختبار إستمرارية التذبذب من خلال مجموع معلمة (ARCH) ومعلمة (GARCH) أي $(\beta + \alpha_1)$ حيث نجدها تساوي (0.7386) بالنسبة للصكوك و (0.9541) بالنسبة للسندات ونلاحظ أنّها تقترب من 1 ما يعني إستمرار أثر الصدمات التي تسبب التذبذب، خاصة بالنسبة للسندات بما أنّها الأقرب للواحد، وبما أنّ القيمة أقل من 1 فهو دليل على أنّ أثر الصدمات سيتناقص بمرور الزمن خاصة بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية.
- كما أنّ قيم معلمة (GARCH) أكبر من قيم معلمة (ARCH) $\alpha_1 < \beta$ في كلا السلسلتين يعني أنّ تأثير المعلومات القريبة أكبر من تأثير المعلومات البعيدة.
- ومن خلال هذا الإختبار فإنّ $(\beta = 0.6146)$ بالنسبة للصكوك أقلّ من $(\beta = 0.8473)$ الخاص بالسندات ما يدل على أنّ تذبذب عوائد الصكوك أقل مقارنة بتذبذب عوائد السندات. وبالتالي فإن الصكوك أقلّ خاطرة من السندات خلال الفترة الأولى من الدراسة من 2016/01/08 - 2020/02/28.

5- إختبار سلامة النماذج:

من أجل فحص مدى ملاءمة النموذجين نقوم بإعادة إختبار تجانس التباين الشرطي للبواقي المعيارية للنموذجين ARCH ، كما يوضح الجدول التالي والذي قمنا بإعداده إعتقاداً على الملحق 10 و 11.

الجدول 18: إختبار أثر ARCH لبواقي النماذج للفترة الأولى

Obs*R-squared		F-statistic		Heteroskedasticity Test ARCH
Prob	Value	Prob	Value	
0.5854	0.2976	0.5858	0.2971	بواقي نموذج الصكوك الإسلامية
0.3599	0.8383	0.3603	0.8373	بواقي نموذج السندات

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

يظهر من خلال نتائج الجدول 18 أنّ قيمة إحتمال (Obs*R-squared) هي (0.5854) بالنسبة لبواقى نموذج الصكوك و(0.3599) بالنسبة لبواقى نموذج السندات، وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم (عدم وجود تأثير ARCH) وأنّ التباين الشرطي للأخطاء متجانس. وهو دليل على أنّ النموذجين لا يعانيان من مشكلة heteroskedasticity.

ب-الفترة الثانية من 2020/03/02 الى 2021/01/08

بنفس الخطوات التي أجريناها على السلاسل الخاصة بالفترة الأولى من الدراسة، نقوم بإعادة إجراءها على الفترة الثانية.

1- إختبار أثر ARCH: بناء على إختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier) يمكننا التحقق من وجود أثر ARCH حيث نلخص النتائج في الجدول التالي، اعتماداً على الملاحق 12 و13:

الجدول 19: إختبار أثر ARCH للسلسلتين في الفترة الثانية

Obs*R-squared		F-statistic		Heteroskedasticity Test ARCH
Prob	Value	Prob	Value	
0.0000	34.9316	0.0000	41.0482	سلسلة الصكوك الإسلامية
0.0000	40.3339	0.0000	48.7984	سلسلة السندات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال نتائج إختبار أثر ARCH على سلسلتي الصكوك والسندات خلال الفترة الثانية، يظهر أنّ قيمة إحتمال (Obs*R-squared) لكلا الإختبارين أقل من 5%، مع العلم أننا إختبرنا فترة إبطاء (1) من أجل دمج تأثير ARCH، ووفقاً للنتائج يتم رفض فرضية العدم (عدم وجود تأثير ARCH)، أي أنّ تباين الأخطاء في السلسلتين ليس ثابت، وبالتالي وجود أثر ARCH، ومنه يمكننا نمذجة التباين المشروط بواسطة نماذج ARCH.

2- تقدير نماذج GARCH وإختيار أفضل نموذج: كما سبق وذكرنا أنّه من عيوب نموذج

ARCH أنّه يعتمد على عدد كبير من الإبطاءات ولا يأخذ بعين الإعتبار حركية التباين الشرطي للأخطاء، لذلك فإننا سنقتصر على تقدير نماذج GARCH(p, q) باستعمال طريقة

المعقولة العظمى كما في الفترة الأولى للدراسة. حيث قمنا بتقدير النماذج $GARCH(1, 1)$ $GARCH(1, 2)$ $GARCH(2, 1)$ $GARCH(2, 2)$ بالنسبة للسلسلتين كما يلي:

- بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية

الجدول 20: تقدير نماذج GARCH لسلسلة الصكوك للفترة الثانية

	GARCH (1, 1)	GARCH (1, 2)	GARCH (2, 1)	GARCH (2, 2)
M	0.0311	0.0311	0.0307	0.0319
Prob	0.0000	0.000	0.0000	0.0000
α_0	0.0002	0.0003	0.0002	<u>-5.18E-06</u>
Prob	0.0393	<u>0.3042</u>	0.0422	<u>0.9203</u>
α_1	0.0522	0.0657	0.1433	0.0599
Prob	0.0289	<u>0.3716</u>	<u>0.1915</u>	<u>0.2386</u>
β_1	0.9045	0.6684	0.9220	1.8386
Prob	0.0000	<u>0.5519</u>	0.0000	<u>0.1683</u>
α_2			<u>-0.1030</u>	<u>-0.0646</u>
Prob			<u>0.3144</u>	0.0000
β_2		0.2131		<u>-0.8337</u>
Prob		<u>0.8335</u>		0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماًداً على مخرجات برنامج eviews.10

- بالنسبة لسلسلة السندات

الجدول 21: تقدير نماذج GARCH لسلسلة السندات للفترة الثانية

	GARCH (1, 1)	GARCH (1, 2)	GARCH (2, 1)	GARCH (2, 2)
M	0.0310	0.0292	0.0329	0.0327
Prob	0.0075	0.0866	0.0514	0.0542
α_0	0.0060	0.0053	0.0023	0.0023
Prob	0.0327	0.0447	0.0470	<u>0.0953</u>
α_1	0.3257	0.3781	0.4183	0.4196
Prob	0.0001	0.0001	0.0008	0.0011
β_1	0.6659	0.2844	0.8303	0.8169
Prob	0.0000	<u>0.0742</u>	0.0000	0.0205
α_2			<u>-0.2608</u>	<u>-0.2584</u>
Prob			<u>0.0156</u>	0.0304
β_2		0.3340		0.0099
Prob		0.0143		<u>0.9707</u>

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماًداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدولين السابقين أشارت الإختبارات إلى أنّ نموذج $GARCH(1, 1)$ هو النموذج الوحيد الذي ظهرت جميع إشارات المعلمات موجبة (موافقة لافتراضات $GARCH$)، ومعنوية عند مستوى الدلالة 5% بالنسبة للسلسلتين.

3- إختيار التوزيع الأنسب: نقدر نموذج $GARCH(1, 1)$ وفق عدة توزيعات مع إستبعاد التوزيع الطبيعي للأخطاء، حيث نعتمد على توزيعات أخرى، ونختار التوزيع الذي يحقق أقل قيم للمعايير ($Hannan-Quinn / Schwarz / Akaike$) وأعلى قيمة (Log likelihood) كما هو موضح في الجدولين 21 و 22.

الجدول 22: إختبار التوزيع الأمثل لنموذج $GARCH(1, 1)$ لعوائد مؤشر $S\&P$ للصكوك

للفترة الثانية

التوزيع / المعيار	Akaike	Schwarz	Hannan-Quinn	Log likelihood
Student's t	-1.379	-1.303	-1.348	159.479
Generalized Error GED	-1.379	-1.303	-1.349	159.532
Student's t with fixed df	-1.377	-1.316	-1.352	158.245
GED t with fixed parameter	-1.377	-1.317	-1.353	158.333

المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاداً على مخرجات برنامج eviews.10

الجدول 23: إختبار التوزيع الأمثل لنموذج $GARCH(1, 1)$ لعوائد مؤشر $S\&P$ السندات للفترة

الثانية

التوزيع / المعيار	Akaike	Schwarz	Hannan-Quinn	Log likelihood
Student's t	0.706	0.782	0.736	-74.0951
Generalized Error GED	0.687	0.763	0.717	-71.9593
Student's t with fixed df	0.699	0.760	0.723	-74.3271
GED with fixed parameter	0.682	0.743	0.707	-72.4369

المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 22 فإنّ أفضل نموذج بالنسبة لسلسلة الصكوك هو الذي تتبع فيه البواقي توزيع Generalized Error GED ، و من خلال الجدول 23 فإنّ أفضل نموذج بالنسبة لسلسلة السندات هو الذي تتبع فيه البواقي توزيع (GED with fixed parameter).

4- تقدير معاملات النموذج:

- بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية

الجدول 24: تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ لسلسلة عوائد مؤشر S&P للصكوك للفترة الثانية

Dependent Variable: DLS2				
Method: ML ARCH - Generalized error distribution (GED) (BFGS / Marquardt steps)				
Sample (adjusted): 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224 after adjustments				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.031007	0.006608	4.692171	0.0000
Variance Equation				
C	0.000265	0.000134	1.973889	0.0484
RESID(-1)^2	0.051716	0.025570	2.022529	0.0431
GARCH(-1)	0.904843	0.030665	29.50738	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

- بالنسبة لسلسلة السندات

الجدول 25: تقدير نموذج $GARCH(1, 1)$ الخاص بعوائد مؤشر S&P للسندات للفترة الثانية

Dependent Variable: DLB2				
Method: ML ARCH - Generalized error distribution (GED) (BFGS / Marquardt steps)				
Sample (adjusted): 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224 after adjustments				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.031184	0.017201	1.812886	0.0698
Variance Equation				
C	0.006236	0.003600	1.732376	0.0832
RESID(-1)^2	0.314535	0.101238	3.106887	0.0019
GARCH(-1)	0.666577	0.081910	8.137902	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

من نتائج معادلتى المتوسط Mean Equation للسلسلتين نستنتج :

- قيمة ثابت معادلة المتوسط (0.0310) و (0.0311) للصكوك و السندات على التوالي وهي موجبة و معنوية عند مستوى الدلالة 5%، و هو ما يتوافق مع النظرية الإقتصادية القائمة على إيجابية العلاقة بين العائد والمخاطرة، وذلك في فترة أزمة COVID-19. وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها في الفترة الأولى من الدراسة، قبل الأزمة.

من نتائج معادلتى التباين Variance Equation للسلسلتين نستنتج :

- قيمة ثابت معادلة التباين $\alpha > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.0002) بالنسبة للصكوك و (0.0062) للسندات.
- وقيمة معلمة (ARCH) $1 > \alpha_1 > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.0517) بالنسبة للصكوك و (0.3145) للسندات.
- وقيمة معلمة (GARCH) $1 > \beta > 0$ بالنسبة للسلسلتين حيث تمثل (0.9048) بالنسبة للصكوك و (0.6665) للسندات لكلا السلسلتين، وهي قيم موجبة أي أنّ التقلب الشرطي يرتفع أكثر بعد الصدمة السالبة منه بعد الصدمة الموجبة . والإحتمالات المقابلة لهذه القيم معنوية لكلا السلسلتين دليل على أنّ الشرط الضروري لنموذجي سلسلة الصكوك والسندات قد تحقق.
- يتيح نموذج GARCH إختبار إستمرارية التذبذب من خلال مجموع معلمة (ARCH) ومعلمة (GARCH) أي $(\beta + \alpha_1)$ ، حيث نجدها تساوي (0.9565) بالنسبة للصكوك و (0.9810) بالنسبة للسندات و نلاحظ انها تقترب من 1 ما يعني استمرار اثر الصدمات التي تسبب التذبذب، خاصة بالنسبة للسندات، بما أنّها الأقرب للواحد، وبما أنّ القيمة أقل من 1 فهو دليل على أنّ أثر الصدمات سيتناقص بمرور الزمن خاصة بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية.
- كما أنّ قيم معلمة (GARCH) أكبر من قيم معلمة (ARCH) $\alpha_1 < \beta$ في كلا السلسلتين يعني أنّ تأثير المعلومات القريبة أكبر من تأثير المعلومات البعيدة.
- ومن خلال هذا الإختبار فإنّ $(\beta = 0.9048)$ بالنسبة للصكوك أقل من $(\beta = 0.6665)$ الخاص بالسندات ما يدل على أنّ تذبذب عوائد الصكوك أكبر مقارنة بتذبذب عوائد السندات.

وبالتالي فإنّ الصكوك خلال فترة الأزمة أكثر مخاطرة من السندات، حسب نتائج هذه الفترة الثانية المدروسة من 2020/03/02 إلى 2021/01/08.

وبمقارنة نتائج إختبار تذبذب عوائد الصكوك والسندات المتحصل عليها، بين الفترتين الأولى والثانية تظهر النتائج أنّه في الفترة الأولى من الدراسة أي قبل أزمة COVID-19 تتذبذب عوائد الصكوك الإسلامية بشكل أقل مقارنة بتذبذب عوائد السندات. أي أنّ الصكوك أقل مخاطرة من السندات. بينما أظهرت نتائج الفترة الثانية أنّ تذبذب عوائد الصكوك أكبر مقارنة بتذبذب عوائد السندات. وبالتالي فإنّ الإستثمار في الصكوك الإسلامية في سوق منطقة MENA خلال فترة الأزمة أصبحت أكثر مخاطرة من الإستثمار في سندات نفس المنطقة.

5- إختبار سلامة النماذج:

من أجل فحص مدى ملاءمة النموذجين نقوم بإعادة إختبار تجانس التباين الشرطي للبواقي المعيارية للنموذجين ARCH ، وقد تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول 24، اعتماداً على الملحق 14 و 15.

الجدول 26: إختبار أثر ARCH لبواقي النماذج للفترة الثانية

Obs*R-squared		F-statistic		Heteroskedasticity Test ARCH
Prob	Value	Prob	Value	
0.2876	1.1309	0.2897	1.1265	بواقي نموذج الصكوك الإسلامية
0.3394	0.9128	0.3416	0.9083	بواقي نموذج السندات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج eviews.10

يظهر من خلال نتائج الجدول السابق أنّ قيمة احتمال (Obs*R-squared) هي (0.2876) بالنسبة لبواقي نموذج الصكوك و (0.3532) بالنسبة لبواقي نموذج السندات وهي أكبر من 5%، اذن نقبل فرضية العدم (عدم وجود تأثير ARCH) وأن التباين الشرطي للأخطاء متجانس. وهو دليل على أنّ النموذجين لا يعانيان من مشكلة heteroskedasticity.

المطلب الثاني: دراسة علاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشري الصكوك والسندات
لإستكمال دراستنا سنعمل في هذا المطلب على إختبار العلاقة السببية وإمكانية وجود تكامل مشترك بين مؤشري الصكوك والسندات لمنطقة MENA، ومن أجل ذلك سنعمل كما في دراسة تذبذب العوائد، على دراسة الفترتين الزمنيةتين، قبل أزمة COVID-19 وبعدها.

• **الفرع الأول: الفترة الأولى قبل أزمة covid-19**

وهي الفترة الأولى للدراسة الممتدة من 2016/01/08 إلى 2020/02/28

أ- إختبار السببية (Granger (1969)

يحتاج إجراء إختبار السببية لتحديد عدد الإبطاءات المناسب، إستناداً لمعايير تحديد عدد الفجوات الزمنية لنموذج VAR ، والتي أهمها (AIC) Akaike Information Criterion، Schwarz Criterion (SC)، Hannan Quinn (HQ). حيث أننا نختار درجة الإبطاء التي تشير إليها أغلبية المعايير. مع العلم أننا نستعمل السلاسل الأصلية، بعد إدخال اللوغاريتم حيث LS تمثل سلسلة الصكوك و LB تمثل سلسلة السندات.

الجدول 27: نتائج إختبار درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للفترة الأولى

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LS LB						
Exogenous variables: C						
Sample: 1/08/2016 2/28/2020						
Included observations: 1073						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4374.394	NA	11.95980	8.157305	8.166584	8.160819
1	1869.522	12452.92	0.000106	-3.473479	-3.445642	-3.462935
2	1887.576	35.94038	0.000104	-3.499675	-3.453280*	-3.482102
3	1898.254	21.21734	0.000102	-3.512123	-3.447170	-3.487521
4	1909.256	21.81814	0.000101	-3.525173	-3.441662	-3.493542
5	1918.182	17.67027*	0.000100*	-3.534356*	-3.432287	-3.495696*
6	1919.371	2.349298	0.000101	-3.529117	-3.408489	-3.483427
7	1919.699	0.646029	0.000101	-3.522272	-3.383086	-3.469553
8	1920.380	1.340144	0.000102	-3.516085	-3.358341	-3.456337

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 27 فإنّ عدد الإبطاءات المثلى هو 5 حسب قاعدة الأغلبية، ومن ثمّ فإننا سنجري إختبار السببية مع الأخذ بعين الإعتبار درجة التأخر التي تحصلنا عليها.

الجدول 28: نتائج إختبار السببية لـ Granger للفترة الأولى

إختبار سببية Granger مع عدد إبطاءات: 5			
الملاحظة	الإحتمال	F-Statistic	الفرضية
نرفض الفرضية الصفرية (توجد علاقة سببية)	1.E-05	6.2068	DLB لا تسبب DLS
نرفض الفرضية الصفرية (توجد علاقة سببية)	9.E-06	6.2958	DLS لا تسبب DLB

المصدر: من إعداد الطالبة إعتاماداً على مخرجات برنامج eviews.10

تشير نتائج الجدول 28 والذي قمنا بإعداده إنطلاقاً من الملحق 16، إلى أنّ قيمة الإحتمال Prob في كلتا الفرضيتين أقل من 5% وبالتالي فإننا نرفض كلتا الفرضيتين، ما يعني أنّ مؤشر S&P MENA للسندات يسبب مؤشر S&P MENA للصكوك، وكذلك مؤشر S&P MENA للصكوك يسبب مؤشر S&P MENA للسندات.

ومنه وجود علاقة سببية بين المؤشرين وهي علاقة سببية في الإتجاهين.

ب- إختبار التكامل المشترك من خلال منهجية Granger & Engle

من خلال إستعراضنا لهذه المنهجية في بداية هذا الفصل، فإنها تقوم على خطوتين تتمثل المرحلة الأولى في إختبار درجة تكامل المتغيرات، من خلال إختبار إستقرارية كل سلسلة. وهو ما سبق وقمنا به في المطلب الأوّل. حيث وجدنا أنّ السلسلتين تستقران عند نفس الدرجة 1. وفي المرحلة الثانية سنقدر نموذج الإنحدار للعلاقة طويلة الأجل بإستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS، مع العلم أنّنا نستعمل السلاسل الأصلية حيث LS تمثل مؤشر S&P MENA للصكوك و LB تمثل سلسلة مؤشر S&P MENA للسندات بعد إدخال اللوغاريتم.

الجدول 29: نموذج التكامل المشترك بين الصكوك والسندات للفترة الأولى

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LB	0.754670	0.002595	290.8313	0.0000
C	113.9667	1.222441	93.22877	0.0000
R-squared	0.987404	Mean dependent var		469.4580
Adjusted R-squared	0.987392	S.D. dependent var		4.872284
S.E. of regression	0.547080	Akaike info criterion		1.633405
Sum squared resid	322.9408	Schwarz criterion		1.642629
Log likelihood	-880.8552	Hannan-Quinn criter.		1.636897
F-statistic	84582.86	Durbin-Watson stat		0.019336
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من نتائج الجدول 29 نجد أن القيمة الإحصائية الموافقة لإحصائية فيشر (0.0000) أصغر من 5% ما يعني أن العلاقة معنوية. كذلك الأمر بالنسبة للمعنوية الكلية، إلا أنه لا بد من تحقق شرط إستقرارية سلسلة البواقي حتى يكون هذا الإنحدار غير زائف خاصة وأن قيمة R-squared (0.9874) أكبر من قيمة Durbin-Watson (0.0193) $R^2 > DW$

إستقرارية سلسلة البواقي: قمنا بإجراء هذا الإختبار لسلسلة بواقي النموذج المقدر e_t بإستعمال إختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) مع درجة الإبطاء $P=1$ لأننا سنكمل ببواقي متأخرة زمنياً. وتحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول التالي، إنطلاقاً من الملحق رقم 17.

الجدول 30: نتائج إختبار إستقرارية سلسلة البواقي للنموذج المقدر للفترة الأولى

اختبار جذر الوحدة ADF حيث $P=1$ الاحصائية معنوية عند 5%			عند المستوى 0	
سلسلة البواقي E1				
الجدولية t	المحسوبة t	الاحتمال	النموذج	
2.78	-2.5053	0.3255	$t_{\hat{\beta}}$	وجود ثابت و اتجاه
3.08	-0.0498	0.9603	$t_{\hat{\alpha}}$	
-3.41	0.1803	0.8569	$t_{\hat{\theta}}$	
2.52	0.2330	0.8158	$t_{\hat{\alpha}}$	وجود ثابت
-2.86	-2.6374	0.0857	$t_{\hat{\theta}}$	
-1.95	-2.6381	0.0081	$t_{\hat{\theta}}$	دون ثابت ولا اتجاه

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 30 يظهر بأن قيمة t-Statistic أقل من القيم الجدولية لـ MacKinnon عند مستوى الدلالة 1% و 5% و 10% ومنه فإن سلسلة البواقي مستقرة عند المستوى 0. وبالتالي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوقي الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA. وبذلك يوجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين السوقين أي أنّ لهما نفس منحى التحرك في الفترة الأولى من الدراسة.

ت-نموذج تصحيح الخطأ (ECM): كما أشرنا سابقاً فإن المتغير التابع يمكن أن ينحرف عن القيمة التوازنية ولذا يتم تصحيحه من خلال نموذج تصحيح الخطأ ECM.

الجدول 31: نموذج تصحيح الخطأ ECM للفترة الأولى

Dependent Variable: DLS				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007123	0.001834	3.883088	0.0001
DLB	0.485451	0.010452	46.44751	0.0000
E1(-1)	-0.011707	0.003323	-3.522848	0.0004
R-squared	0.668577	Mean dependent var		0.018881
Adjusted R-squared	0.667962	S.D. dependent var		0.103620
S.E. of regression	0.059708	Akaike info criterion		-2.795912
Sum squared resid	3.839614	Schwarz criterion		-2.782065
Log likelihood	1512.792	Hannan-Quinn criter.		-2.790669
F-statistic	1086.314	Durbin-Watson stat		2.196931
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الجدول 31 نلاحظ بأن معامل تصحيح الخطأ سالب يساوي (-0.0117)، ومعنوي حيث أنّ قيمة الإحتمال المقابل له أصغر من 5% وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. ويعبر معامل تصحيح الخطأ على أنّ قيمة مؤشر S&P MENA للصكوك تتصحح أو تتعدل نحو القيمة التوازنية بنسبة 1.17% أي أنّه عندما ينحرف مؤشر سوق الصكوك في المدى القصير في الفترة (-) (1t) عن قيمته التوازنية في المدى البعيد فإنه يتم تصحيح ما يعادل 1.17% من هذا الانحراف أو الإختلال في الفترة (t)، وتعكس نسبة التصحيح هذه سرعة تعديل منخفضة جدا نحو التوازن. حيث يمكن من خلاله حساب مدة التصحيح، وهي الفترة الزمنية التي يستغرقها مؤشر S&P MENA للصكوك بإتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة موجبة أو سالبة في مؤشر S&P MENA للسندات، من خلال العلاقة:

$$n = \frac{1}{-0.0117} = 85 \text{ يوم} \quad n = \left| \frac{1}{\text{التصحيح معامل}} \right| \text{ مدة التصحيح هي:}$$

أي أنّ مؤشر S&P MENA للصكوك يستغرق في الفترة العادية أي قبل الأزمة مدة 85 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر الصدمات في مؤشر S&P MENA للسندات.

كما يمكننا تأكيد النتائج التي حصلنا عليها من خلال إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Hendry، وهي الأكثر ملائمة للبيانات اللوغاريتمية، كما تتيح أيضاً إستخراج المرونات طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالإضافة لمعامل التصحيح.

الجدول 32: إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Hendry للفترة الأولى

Dependent Variable: DLS				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB	0.485191	0.010464	46.36783	0.0000
LS(-1)	-0.011711	0.003324	-3.522832	0.0004
LB(-1)	0.009007	0.002525	3.566500	0.0004
C	1.262363	0.401615	3.143219	0.0017
R-squared	0.668686	Mean dependent var	0.018881	
Adjusted R-squared	0.667762	S.D. dependent var	0.103620	
S.E. of regression	0.059726	Akaike info criterion	-2.794387	
Sum squared resid	3.838360	Schwarz criterion	-2.775925	
Log likelihood	1512.969	Hannan-Quinn criter.	-2.787396	
F-statistic	723.8903	Durbin-Watson stat	2.197949	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الجدول رقم 32 نلاحظ أنه من خلال إختبارنا لعلاقة التكامل المشترك وفق منهجية Hendry فإن معامل التصحيح هو نفسه حسب منهجية انجل غرانجر وهو سالب ومعنوي (-0.0117) دليل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. كذلك مدة التصحيح هي نفسها.

ث- إختبارات سلامة النموذج :

للتحقق من سلامة النموذج المقدر، سنقوم بإجراء إختبارات:

1- إختبار رتبة النموذج **Test de stabilité**: يمكننا إختبار سلامة النموذج المقدر وإستقراره

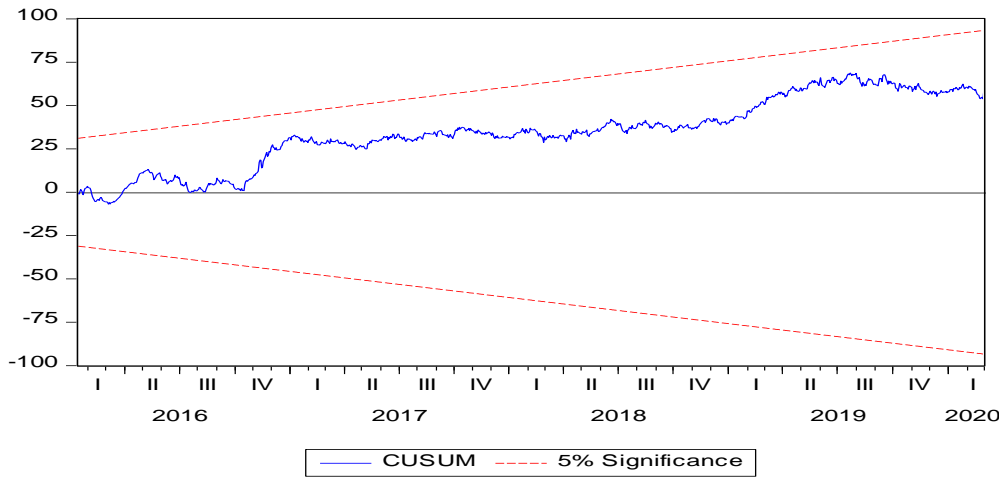
الهيكلية من خلال إختباري الثبات أو الرتبة

- إختبار المجموع التراكمي للبواقي **CUSUM Test**: الذي يعتمد على ديناميكيات

الخطأ المتوقع، وإكتشاف عدم الإستقرار الهيكلية لمعادلات الإنحدار. حيث أنه إذا

كان المنحنى (خط الأخطاء) لا يتقاطع مع الممر (حد الحرج عند مستوى المعنوية 5%) فإن النموذج يكون مستقرًا. والعكس صحيح فيكون النموذج غير مستقر بمجرد أن يتقاطع المنحنى مع الممر. ويظهر شكل إختبار CUSUM الخاص بالفترة الأولى لدراستنا كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 19: إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test لنموذج الفترة الأولى

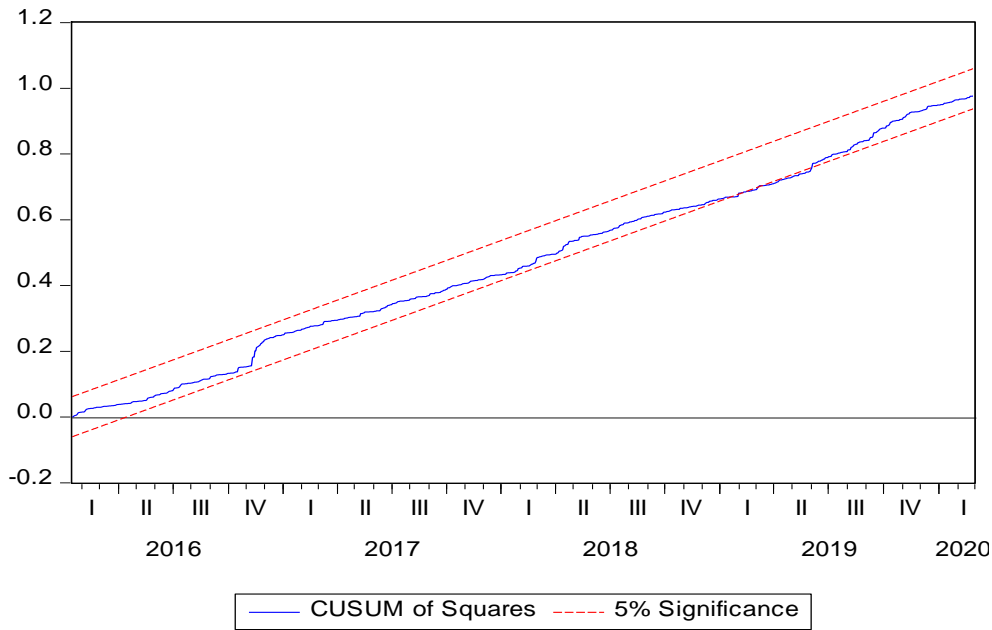


المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الشكل 19 يمثل خط cusum خط الأخطاء ونلاحظ أنه داخل مجال الثقة (حدود المنطقة الحرجة) طوال الفترة المدروسة (الفترة الأولى)، فإننا نرفض عمومًا فرضية التغيير الهيكلي. ما يعني أن النموذج المقدر لهذه الدراسة هو نموذج مستقر هيكلياً (modèle structurellement stable).

- إختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares Test: كذلك يعتمد على نفس مبدأ إختبار CUSUM، حيث إذا كان المنحنى (خط مربع الأخطاء) لا يتقاطع مع الممر (حد الحرج عند مستوى المعنوية 5%) فإن النموذج يكون مستقرًا ، والعكس صحيح. ويظهر شكل إختبار البواقي of Squares CUSUM الخاص بالفترة الأولى لدراستنا كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 20: إختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares Test لنموذج الفترة الأولى



المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الشكل 20 نلاحظ أنّ خط CUSUM of Squares داخل مجال الثقة (حدود المنطقة الحرجة عند مستوى المعنوية 5%) طوال فترة الدراسة الأولى، ما يعني أنّ النموذج المقدر لهذه الدراسة هو نموذج مستقر (modèle ponctuellement stable).

2- إختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث الشكل الدالي Reset Ramsey Test :

يمكن تلخيص نتائج إختبار في الجدول التالي إستناداً إلى الملحق 18 كما يلي:

الجدول 33: إختبار Reset Ramsey Test لنموذج الفترة الأولى

Likelihood ratio		F-statistic		t-statistic		
Prob	Value	Prob	Value	Prob	Value	
0.8515	0.0352	0.5815	0.0350	0.8515	0.1873	Ramsey RESET Test

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماًداً على مخرجات برنامج eviews.10

تقضي فرضية العدم في هذا الإختبار بأن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم التحديد، وبينت النتائج المقدرة أنّ القيمة الاحتمالية تساوي 0.8515 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يؤكد قبول فرضية العدم القائلة بأن النموذج محدد بشكل ملائم وصحيح والعلاقة خطية.

في المقابل فإن بعض إختبارات تشخيص جودة نموذج الدراسة لم تتحقق، على غرار:

- إختبار الإرتباط التسلسلي للبواقي (Breusch- Godfrey Serial Correlation LM Test)

- إختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity (ARCH Test) . حيث كانت

نتائجها كما يوضحه الجدول التالي، إتماداً على الملاحق 19 و20:

الجدول 34: إختبار الإرتباط التسلسلي للبواقي وعدم ثبات التباين لنموذج الفترة الأولى

Obs*R-squared		F-statistic		نوع الإختبار
Prob	Value	Prob	Value	
0.0004	15.48154	0.0004	7.816986	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM
0.0093	6.765778	0.0093	6.795850	Heteroskedasticity Test ARCH

المصدر: من إعداد الطالبة إتماداً على مخرجات برنامج eviews.10

- حيث يظهر إختبار Taste Breusch-Godfrey Serial Correlation LM أنّ إحتتمالية فيشر تساوي 0.0004 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود إرتباط ذاتي بين البواقي معناه وجود مشكل autocorelation.

- ويظهر إختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity بأن احتمالية فيشر تساوي 0.0093% وهي أقل من مستوى المعنوية 5% مما يأخذنا لرفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر. معناه وجود مشكل عدم ثبات التباين heteroskedasticity حيث أنّ هذا التباين يتغير عبر الزمن ولا يمكن تحديد قيمة واحدة ثابتة له تمثل كل السلسلة الزمنية.

- كما أنّ نتائج إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية Berra-Jack Test Normality ، حسب الملحق 21 أظهرت أنّ إحصائية Jack- Berra تساوي 0.000% وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مما يجعلنا نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة القائلة بأن بواقي النموذج لا تتوزع توزيعاً طبيعياً.

وخلصة الإختبارات التشخيصية السابقة، بالنسبة للنموذج المقدر للفترة الأولى من الدراسة، يمكن القول بأن النموذج المقدر سليم ذو دلالة إحصائية، مستقر هيكلياً، محدد بشكل ملائم وصحيح ما يثبت سلامة النموذج وصحة إعماده لتفسير الظاهرة المدروسة، المتمثلة في وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات خلال الفترة الأولى من 2016/01/08 الى 2020/02/28 أي قبل أزمة COVID-19. إلا أنّ عدم إيجابية بعض إختبارات تشخيص جودة النموذج، يعني أنّ نتائج النموذج المقدر هي نتائج ثلاث عينة الدراسة (عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك والسندات)، في هذه الفترة الزمنية. ويمكن للنتائج أن تتغير بتغير العينة أو الفترة المدروسة.

• الفرع الثاني: الفترة الثانية بعد أزمة covid-19

وتمثل الفترة الثانية من الدراسة والممتدة من 2020/03/02 الى 2021/01/08

أ- إختبار السببية (Granger (1969)

بنفس المنهجية المتبعة في الفترة الأولى لابد من تحديد عدد الإبطاءات المناسب إستناداً لمعايير تحديد عدد الفجوات الزمنية لنموذج VAR والتي أهمها (AIC) Akaike Information Criterion ، (SC) Schwarz Criterion ، (HQ) Hannan Quinn . حيث أننا نختار درجة الإبطاء التي تشير إليها أغلبية المعايير. مع العلم أننا نستعمل السلاسل بعد إدخال اللوغاريتم حيث LS2 تمثل سلسلة الصكوك و LB2 تمثل سلسلة السندات، للفترة الثانية.

الجدول 35: نتائج إختبار درجة الإبطاء المثلى لنموذج VAR للفترة الثانية

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-876.8103	NA	11.28958	8.099634	8.130785	8.112218
1	-10.95801	1707.764	0.004008	0.156295	0.249748	0.194046
2	2.430140	26.15934	0.003676	0.069768	0.225524	0.132687
3	55.73280	103.1664	0.002334	-0.384634	-0.166576*	-0.296548
4	65.77418	19.24984	0.002207	-0.440315	-0.159955	-0.327061
5	72.87313	13.47819	0.002145	-0.468877	-0.126214	-0.330455*
6	73.50072	1.179978	0.002213	-0.437795	-0.032830	-0.274206
7	78.67814	9.639075	0.002190	-0.448646	0.018620	-0.259890
8	91.84070	24.26277*	0.002013*	-0.533094*	-0.003525	-0.319170

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 35 فإن عدد الإبطاءات المثلى هو 8 حسب قاعدة الأغلبية ومن ثم فإننا سنجري إختبار السببية مع الأخذ بعين الإعتبار درجة التأخر التي تحصلنا عليها.

الجدول 36: نتائج إختبار السببية لـ Granger للفترة الثانية

إختبار سببية Granger مع عدد إبطاءات: 8			
الملاحظة	الإحتمال	F-Statistic	الفرضية
نرفض الفرضية الصفرية (توجد علاقة سببية)	6.E-19	16.8249	DLB2 لا تسبب DLS2
نرفض الفرضية الصفرية (توجد علاقة سببية)	1.E-07	6.5505	DLS2 لا تسبب DLB2

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

تشير نتائج الجدول 36 والذي قمنا بإعداده إنطلاقاً من الملحق 22 إلى أنّ قيمة الإحتمال Prob في كلتا الفرضيتين أقل من 5% وبالتالي فإننا نرفض كلتا الفرضيتين ما يعني أنّ مؤشر S&P MENA للسندات يسبب S&P MENA للصكوك وكذلك مؤشر S&P MENA للصكوك يسبب مؤشر S&P MENA للسندات في هذه الفترة الثانية من الدراسة. ومنه وجود علاقة سببية بين المؤشرين وهي علاقة سببية في الاتجاهين.

ب- إختبار التكامل المشترك من خلال منهجية Granger & Engle للفترة الثانية

كذلك بإتباع نفس الخطوات التي إتبعناها لدراسة الفترة الأولى، فإننا نتبع خطوتين، تتمثل المرحلة الأولى في إختبار درجة تكامل المتغيرات من خلال إختبار إستقرارية كل سلسلة. وهو ما سبق وقمنا به حيث وجدنا أنّ السلسلتين تستقران عند نفس الدرجة 1. في المرحلة الثانية سنقدر نموذج الإنحدار للعلاقة طويلة الأجل بإستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS، مع العلم أننا نستعمل السلاسل الأصلية حيث LS تمثل مؤشر S&P MENA للصكوك و LB سلسلة مؤشر S&P MENA للسندات بعد إدخال اللوغاريتم.

الجدول 37: نموذج التكامل المشترك بين الصكوك والسندات للفترة الثانية

Dependent Variable: LS2				
Method: Least Squares				
Sample: 3/02/2020 1/08/2021				
Included observations: 225				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LB2	0.618864	0.008803	70.29900	0.0000
C	179.8029	4.305640	41.75986	0.0000
R-squared	0.956824	Mean dependent var		482.4695
Adjusted R-squared	0.956631	S.D. dependent var		3.149912
S.E. of regression	0.655978	Akaike info criterion		2.003471
Sum squared resid	95.95854	Schwarz criterion		2.033836
Log likelihood	-223.3904	Hannan-Quinn criter.		2.015726
F-statistic	4941.949	Durbin-Watson stat		0.124651
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من نتائج الجدول 37 نجد أن القيمة الإحصائية الموافقة لإحصائية فيشر أصغر من 5% ما يعني أن العلاقة معنوية. كذلك بالنسبة للمعنوية الكلية إلا أنه لا بد من تحقق شرط إستقرارية سلسلة البواقي حتى يكون هذا الإنحدار غير زائف خاصة وأن قيمة $R^2 > DW$.

إستقرارية سلسلة البواقي: قمنا بإجراء هذا الإختبار لسلسلة بواقي النموذج المقدر e_t بإستعمال إختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) مع درجة الإبطاء $P=1$ لأننا سنكمل ببواقي متأخرة زمنياً

الجدول 38: نتائج إختبار إستقرارية سلسلة البواقي للنموذج المقدر للفترة الثانية

اختبار جذر الوحدة ADF حيث $P=1$ الاحصائية معنوية عند 5%			عند المستوى 0	
سلسلة البواقي E2			النموذج	
الجدولية t	المحسوبة T	الاحتمال		
2.78	1.5937	0.1124	t_{β}	وجود ثابت و اتجاه
3.08	-1.2228	0.2227	t_c	
-3.41	-3.2070	0.0857	t_{ϕ}	
2.52	0.3915	0.6957	t_c	وجود ثابت
-2.86	-2.8162	0.0576	t_{ϕ}	دون ثابت ولا اتجاه
-1.95	-2.8281	0.0048	t_{ϕ}	

المصدر: من إعداد الطالبة إعتاماً على مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 38 والذي إعتدنا في إعداده على الملحق 23 يظهر بأن قيمة t-Statistic أقل من القيم الجدولية لـ MacKinnon عند مستوى الدلالة 1% و 5% و 10%، ومنه فإن سلسلة البواقي مستقرة عند المستوى 0.

و بتالي توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوقي الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA. وبذلك يوجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين السوقين في الفترة الثانية من الدراسة.

ت- نموذج تصحيح الخطأ (ECM) : كما أشرنا سابقاً فإن المتغير التابع يمكن أن ينحرف عن

القيمة التوازنية ولذا يتم تصحيحه من خلال نموذج تصحيح الخطأ ECM .

الجدول 39: نموذج تصحيح الخطأ ECM للفترة الثانية

Dependent Variable: DLS2				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015249	0.008183	1.863491	0.0637
DLB2	0.268770	0.014802	18.15755	0.0000
E2(-1)	-0.085708	0.012706	-6.745754	0.0000
R-squared	0.647945	Mean dependent var		0.021998
Adjusted R-squared	0.644759	S.D. dependent var		0.205301
S.E. of regression	0.122364	Akaike info criterion		-1.350331
Sum squared resid	3.309019	Schwarz criterion		-1.304640
Log likelihood	154.2371	Hannan-Quinn criter.		-1.331888
F-statistic	203.3715	Durbin-Watson stat		1.843617
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

من خلال الجدول 39 نلاحظ بأن معامل تصحيح الخطأ سالب يساوي (-0.0857) وهو معنوي حيث أن قيمة الإحتمال المقابل له أصغر من 5%، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل خلال الفترة الثانية من الدراسة. ويعبر معامل تصحيح الخطأ على أن قيمة مؤشر S&P MENA للصكوك تتصحح أو تتعدل نحو القيمة التوازنية بنسبة 8.57%. ويمكن من خلاله حساب مدة التصحيح وهي الفترة الزمنية التي يستغرقها مؤشر S&P MENA للصكوك باتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة موجبة أو سالبة في مؤشر S&P MENA للسندات، من خلال العلاقة التي سبق ذكرها:

$$n = \frac{1}{-0.0857} = 11 \text{ يوم} \quad n = \left| \frac{1}{\text{التصحيح معامل}} \right| \text{ مدة التصحيح هي}$$

أي أن مؤشر S&P MENA للصكوك يستغرق مدة 11 يوم باتجاه قيمته التوازنية اثر الصدمات في مؤشر S&P MENA للسندات.

كما يمكننا تأكيد النتائج التي حصلنا عليها من خلال إختبار التكامل المشترك و فق منهجية Hendry وهي الأكثر ملائمة للبيانات اللوغاريتمية كما تتيح أيضا إستخراج المرونات طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالإضافة لمعامل التصحيح.

الجدول 40: إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Hendry للفترة الثانية

Dependent Variable: DLS2				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB2	0.270866	0.014595	18.55911	0.0000
LS2(-1)	-0.085281	0.012512	-6.815876	0.0000
LB2(-1)	0.057338	0.007892	7.265467	0.0000
C	13.11872	2.394303	5.479139	0.0000
R-squared	0.660175	Mean dependent var		0.021998
Adjusted R-squared	0.655541	S.D. dependent var		0.205301
S.E. of regression	0.120493	Akaike info criterion		-1.376759
Sum squared resid	3.194068	Schwarz criterion		-1.315837
Log likelihood	158.1971	Hannan-Quinn criter.		-1.352168
F-statistic	142.4641	Durbin-Watson stat		1.906453
Prob(F-statistic)	0.000000			

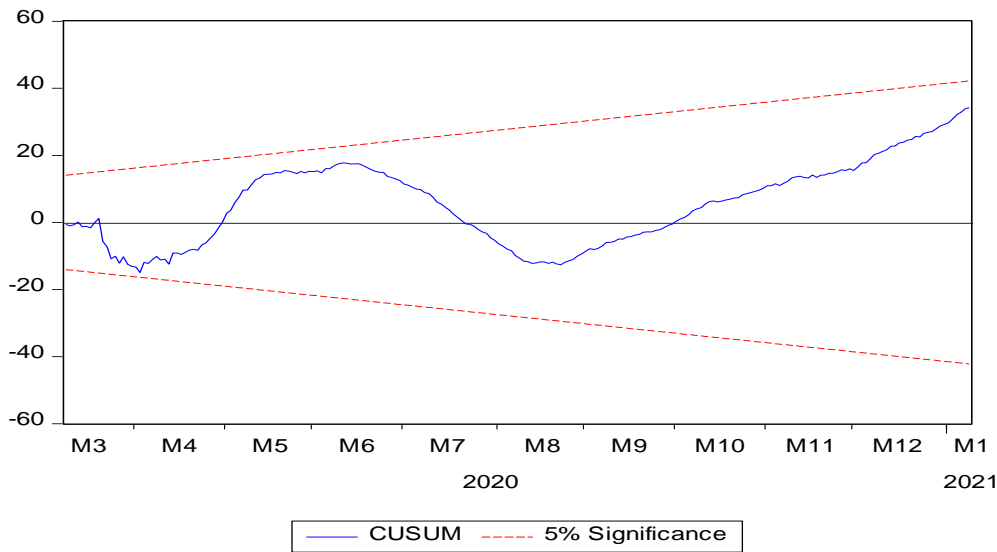
المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الجدول رقم 40 نلاحظ أنه من خلال إختبارنا لعلاقة التكامل المشترك وفق منهجية Hendry فإنّ معامل التصحيح هو نفسه حسب منهجية انجل غرانجر وهو سالب ومعنوي (-0.085) دليل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. كذلك مدة التصحيح هي نفسها.

ث- إختبارات سلامة النموذج :

1- إختبار رتبة النموذج **Test de stabilité**: نقوم بفحص النموذج المقدر للفترة الثانية من الدراسة، كما سبق وإختبرنا سلامة النموذج المقدر وإستقراره الهيكلي من خلال إختبار المجموع التراكمي للبواقي **Test**. ويظهر شكل إختبار CUSUM الخاص بالفترة الثانية لدراستنا كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 21: إختبار المجموع التراكمي للبقايا CUSUM Test لنموذج الفترة الثانية



المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

من الشكل 21 يمثل خط cusum خط الأخطاء ونلاحظ أنه داخل مجال الثقة (حدود المنطقة الحرجة) طوال فترة الدراسة فإننا نرفض عمومًا فرضية التغيير الهيكلي. ما يعني أنّ النموذج المقدر لهذه الدراسة هو نموذج مستقر هيكلياً (modèle structurellement stable).

2- إختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث الشكل الدالي Ramsey Reset Test :

يمكن تلخيص نتائج إختبار Ramsey الخاص بنموذج الفترة الثانية للدراسة في الجدول التالي إستناداً إلى الملحق 24 كما يلي:

الجدول 41: إختبار Reset Ramsey Test لنموذج الفترة الثانية

Likelihood ratio		F-statistic		t-statistic		
Prob	Value	Prob	Value	Prob	Value	
0.8395	0.041008	0.8415	0.040096	0.8415	0.200240	Ramsey RESET Test

المصدر: من إعداد الطالبة إعتاداً على مخرجات برنامج eviews.10

تقضي فرضية عدم في هذا الإختبار بأن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم التحديد، وبينت النتائج المقدر أن القيمة الإحتمالية تساوي 0.8415 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يؤكد قبول فرضية عدم القائلة بأن النموذج محدد بشكل ملائم وصحيح والعلاقة خطية.

3- إختبار عدم ثبات التباين (ARCH Test) Heteroskedasticity

من خلال إجرائنا لإختبار عدم ثبات التباين ARCH Test ، تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي، والذي قمنا بإعداده إنطلاقاً من الملحق 25.

الجدول 42: إختبار عدم ثبات التباين لنموذج الفترة الثانية

Obs*R-squared		F-statistic		نوع الإختبار
Prob	Value	Prob	Value	
0.3344	0.931910	0.3366	0.927427	Heteroskedasticity Test ARCH

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

يظهر إختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity بأن إحصائية فيشر تساوي 0.3366% وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يأخذنا لقبول فرضية عدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر. معناه عدم وجود مشكل عدم ثبات التباين heteroskedasticity في نموذج الفترة الثانية.

في المقابل فإن بعض إختبارات تشخيص جودة نموذج الدراسة لم تتحقق، على غرار:

- إختبار الارتباط التسلسلي للبواقي (Breusch- Correlation LM Test)

Godfrey Serial) . كما يوضح الجدول التالي الذي أعدناه إنطلاقاً من الملحق

26:

الجدول 43: إختبار الارتباط التسلسلي للبواقي لنموذج الفترة الثانية

Obs*R-squared		F-statistic		نوع الإختبار
Prob	Value	Prob	Value	
0.0000	50.87804	0.0000	32.03352	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامداً على مخرجات برنامج eviews.10

يظهر إختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Taste بأن إحصائية فيشر تساوي 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، يعني رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود ارتباط ذاتي بين البواقي معناه وجود مشكل Autocorrelation.

كما أنّ نتائج إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية Berra-Jack Test Normality ، حسب الملحق 27 أظهرت أنّ أن إحصائية Jack- Berra تساوي 0.000% وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، مما يجعلنا نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة القائلة بأن بواقي النموذج لا تتوزع توزيعاً طبيعياً.

وخلاصة الإختبارات التشخيصية السابقة، كذلك كما هو الأمر بالنسبة لنموذج الفترة الأولى قبل أزمة COVID-19، فإنّه بالنسبة للنموذج المقدر للفترة الثانية من الدراسة، يمكن القول بأنه نموذج سليم ذو دلالة إحصائية، مستقر هيكلياً، محدد بشكل ملائم وصحيح ما يثبت سالمته وصحة إعتماده لتفسير الظاهرة المدروسة، المتمثلة في وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات، خلال الفترة الثانية من 2020/03/02 إلى 2021/01/08 أي بعد أزمة COVID-19. إلا أنّ عدم إيجابية بعض إختبارات تشخيص جودة النموذج، يعني أنّ نموذجنا المقدر يلائم عيّنة الدراسة وهي عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك ومؤشر S&P MENA للسندات، في هذه الفترة الزمنية المدروسة. ويمكن للنتائج أن تتغير بتغير العينة أو الفترة.

وبالمقارنة بين نتائج إختبار التكامل المشترك بين صكوك وسندات منطقة MENA في الفترتين الأولى والثانية، نلاحظ أنّ فترة الثانية التي تتضمن تداعيات أزمة COVID-19 تعرف سرعة تعديل أكبر نحو القيمة التوازنية، حيث يستغرق مؤشر S&P MENA للصكوك في الفترة الأولى 85 يوم باتجاه قيمته التوازنية إثر أيّ صدمة في مؤشر S&P MENA للسندات. بينما يتصحح في الفترة الثانية في مدّة 11 يوماً.

خاتمة الفصل

إختصّ هذا الفصل بمعالجة إشكالية ما إذا كانت الصكوك الإسلامية أداةً بديلة للسندات التقليدية، إعتياداً على مؤشر سوق الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، وهي مؤشرات تقيس أداء الصكوك والسندات المقومة بالدولار الأمريكي الصادرة عن الشركات في كل من: الجزائر، البحرين، مصر، إيران، العراق، الأردن، الكويت، لبنان، ليبيا، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، السعودية، سوريا، تونس، الإمارات واليمن. وذلك للفترة من 2016/01/08 إلى 2021/01/08. التي إرتينا أن نقوم بتقسيمها إلى فترتين، الأولى من 2016/01/08 إلى 2020/02/28، وهي التي نعتبرها فترة تسودها ظروف عادية أي قبل أزمة COVID-19، والثانية من 2020/03/02 إلى 2021/01/08 التي تتضمن الأزمة الصحية COVID-19، بهدف إظهار أثر التقلبات الناجمة عن هذه الأزمة على نتائج الدراسة. لتحصيل فكرة عن العلاقة بين سوقي الصكوك والسندات في الفترات العادية، وكذا في فترة الأزمات. حيث قمنا أولاً من بدراسة تحليلية لواقع الصكوك الإسلامية مع التركيز على طبيعة الصيغ التي يتم إصدارها، ومدى تنوعها. ثم إجراء دراسة قياسية إختبرنا فيها تذبذب عوائد المؤشرين من خلال نموذج GARCH. وذلك بهدف الحكم على الصكوك كبديل له كفاءة إقتصادية من ناحية العائد والمخاطرة. ثم دراسة العلاقة السببية والتكامل المشترك بين المؤشرين لتحديد العلاقة بينهما على المدى القصير والطويل. لإختبار إمكانية التنويع بين الصكوك والسندات ، وبالتالي الحكم على مدى توفيق الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد صكوك بديلة للسندات.

حسب تحليلنا لواقع الصكوك الإسلامية فإنّ أهمّ ما توصلنا إليه هو التفاوت الكبير بين حجم هياكل الصكوك التي يتم إصدارها. حيث إتضح أنّ صكوك المرابحة هي الصكوك الأكثر تفضيلاً لدى جميع المُصدرين، سواء الجهات السيادية، شبه السيادية، الشركات أو المؤسسات المالية، بنسبة 36.41% من مجموع الصكوك التي تم إصدارها بين سنة 2010 الى غاية 2020. تليها صيغتا الإجارة والوكالة بنسبة 21.95% و 13.92% على التوالي، فيما لم تتعدى صيغ أخرى كالإستصناع والسلم نسبة 1%. وهو ما يدل على أنّ سوق الصكوك لا يعرف تكافؤاً في نوعية الصكوك المصدرة. حيث تغطي ثلاث صيغ وهي (المرابحة ، الاجارة والوكالة) نسبة 72% من أصل أربعة عشر صيغة من مجموع الصكوك التي تم إصدارها في العالم. وذلك دون إحتساب مساهمتها

كصكوك هجينة. وبالتالي فإنه يمكننا القول بأن الصكوك الإسلامية لا تستفيد بشكل ملائم من التنوع الذي أوجدته الهندسة المالية الإسلامية. ويميل مستخدموا الصكوك إلى إختيار نوع الصكوك (المرابحة) الأقرب هيكلها للسندات.

تظهر نتائج إختبار تذبذب عوائد المؤشرين بإستعمال نموذج GARCH، في الفترة الأولى من الدراسة أي قبل أزمة COVID-19 أنّ تذبذب عوائد الصكوك أقل مقارنة بتذبذب عوائد السندات في سوق منطقة MENA. وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية أقل خاطرة من السندات. بينما أظهر نفس الإختبار الذي أجريناه على الفترة الثانية أنّ تذبذب عوائد الصكوك أكبر مقارنة بتذبذب عوائد السندات. وبالتالي فإنّ الإستثمار في الصكوك الإسلامية في سوق منطقة MENA خلال فترة الأزمة أصبحت أكثر مخاطرة من الإستثمار في سندات نفس المنطقة.

تظهر نتائج إختبار السببية بين عوائد مؤشر سوق الصكوك ومؤشر سوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، أنه توجد علاقة سببية في الإتجاهين بين المؤشرين، وذلك خلال فترتي الدراسة، قبل أزمة COVID-19 وبعدها. ما يؤكد وجود علاقة قصيرة الأجل بينهما.

وتشير نتائج إختبار التكامل المشترك بإستعمال منهجية Granger & Engle ومنهجية Hendry إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين. وحسب ما توضحه طريقة تقدير نموذج تصحيح الخطأ، فإنّ معامل تصحيح الخطأ في الفترة الأولى يساوي (-0.0117) له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية، ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. ويدلّ على أنّ قيمة عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك تتصح نحو القيمة التوازنية بنسبة 1.17%، أي أنّ مؤشر الصكوك يستغرق في الفترة العادية أي قبل الأزمة مدة 85 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر أيّ صدمة في مؤشر S&P MENA للسندات. أمّا في الفترة الثانية وهي مرحلة الأزمة فإنّ معامل تصحيح الخطأ يساوي (-0.0857) كذلك له إشارة سالبة وله معنوية إحصائية، يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل خلال هذه الفترة الثانية من الدراسة. ويعبّر على أنّ قيمة عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك تتصح أو تتعدل نحو القيمة التوازنية بنسبة 8.57%. أي أنّ مؤشر الصكوك يستغرق مدة 11 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر الصدمات في مؤشر S&P MENA للسندات. ووجود علاقة التكامل المشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات، يعني أنّ لهما نفس منحى التحرك، وبالتالي فإنّ الصكوك الإسلامية بديل للسندات، وهي أداة لا تتيح مزايا التنوع لمستثمري السندات لمنطقة MENA وذلك خلال فترتي الدراسة.

الخاتمة العامّة

الخاتمة العامة

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على إبتكار عقود وأدوات أو تطويرها، في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية، ومن أبرز ما تحقق من خلال الهندسة المالية الإسلامية نجد فكرة الصكوك كبديل للسندات القائمة على الفائدة. ويبرز إهتمام الهندسة المالية الإسلامية بالصكوك، من خلال تعدد وتطور الصيغ المبتكرة لإصدار الصكوك. بالإعتماد على أسلوب أو منهج الإبتكار والأصالة، وأحيانا عبر أسلوب تقليد ومحاكات ما هو موجود في النظام التقليدي.

حاولت هذه الدراسة إظهار إمكانية إعتبار الصكوك الإسلامية بديلا للسندات من خلال المقارنة بين مخاطرها عن طريق إختبار تذبذب العوائد بإستعمال نموذج GARCH. ثم تبيان العلاقة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، ومدى إرتباطهما وتكاملهما أو إستقلاليتهما، بإجراء إختبار التكامل المشترك وفق منهجية Granger & Engle. وذلك إعتقاداً على مؤشري S&P MENA للصكوك الإسلامية و S&P MENA للسندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. خلال الفترة الممتدة من بداية 2016 إلى بداية 2021. والتي تضمّنت فترة الأزمة الصحية COVID-19، بغرض إظهار أثر التقلبات الناجمة عن هذه الأزمة على نتائج الدراسة. علماً أنّ المؤشرات المختارة تمثل أدوات من نفس الفئة (الدخل الثابت)، ولنفس المنطقة (منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا)، ومقومة بنفس العملة (الدولار الأمريكي)، للتركيز على إجراء الدراسة للمتغيرين في ظروف متماثلة. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك والسندات في سوق MENA ، وهو ما يمكن أن يقدم لنا قراءتين، الأولى أنّ الهندسة المالية الإسلامية من خلال الصكوك، إستطاعت المساهمة في زيادة كفاءة السوق المالية، من خلال تحقيق تكامل مالي للسوقين، حيث لمسنا تحقيق الأدوات لعوائد متساوية تقريبا، عند درجة مخاطرة متقاربة. ما يدفعنا للقول بأن الصكوك الإسلامية بديل جيّد للسندات عمليا، تحقق عائدا مقاربا لها وبمخاطرة أقل، خاصة في ظروف السوق العادية. أمّا القراءة الثانية فهي أنّ هذا التزامن في الحركة، يدلّ على أنّ الصكوك الإسلامية في سوق MENA، تشبه لحدّ كبير السندات التقليدية، وهو ما يضع الهندسة المالية الإسلامية أمام مخاطر فقدانها للمصداقية الشرعية، التي يمكن أن تترتب عن هذا التقارب. والذي مردّه إلى أنه ورغم تعدّد الصيغ التعاقدية للصكوك إلاّ أنّه لا توجد إستفادة معتبرة من هذا التنوع، حيث يعتمد سوق الصكوك بدرجة كبيرة على صيغ الصكوك الأقرب هيكليا للسندات التقليدية، وهو ما أظهرته الدراسة التحليلية لسوق إصدارات الصكوك.

إختبار صحة الفرضيات

1- **الفرضية الأولى:** أثبتت الدراسة صحة فرضية أن إصدارات سوق الصكوك تركّز على الصيغ الأقرب هيكلية للسندات، رغم تعدد صيغ الصكوك التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية. حيث يعرف سوق الصكوك تفاوت في إصدار أنواع الصكوك الإسلامية، فقد أظهرت الدراسة التحليلية للسوق أنّ صكوك المرابحة لوحدها تمثل نسبة 36.41 % من مجموع الصكوك التي تم إصدارها بين سنة 2010 إلى غاية 2020. تليها صيغتا الإجارة والوكالة بنسبة 21.95 % و 13.92 % على التوالي، فيما لم تتعدى صيغ أخرى كالإستصناع والسلم نسبة 1 % . ومنه نستنتج أن ثلاث صيغ وهي (المرابحة، الإجارة والوكالة) تغطي نسبة 72% من أصل أربعة عشر صيغة من مجموع الصكوك التي تم إصدارها، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية لا تستفيد بشكل الأمثل من تنوع الصيغ التعاقدية الذي أوجدته الهندسة المالية الإسلامية، حيث تركز الإصدارات على الصكوك التي تشابه هيكلها السندات. وهو ما يتوافق مع الدراسة السابقة لحنان عبدلي (2018).

2- **الفرضية الثانية:** أثبتت الدراسة صحة الفرضية نسبياً، والتي تقوم على أن مخاطر الإستثمار في الصكوك الإسلامية أقل مقارنة بمخاطر الإستثمار في السندات، حيث بيّنت نتائج إختبار تذبذب عوائد المؤشرين بإستعمال نموذج GARCH، أن الفترة الأولى من الدراسة قبل أزمة 19 COVID- أظهرت أنّ تذبذب عوائد الصكوك أقل مقارنة بتذبذب عوائد السندات في سوق منطقة MENA. رغم أنّ كلاهما سجل مخاطر متدنية، بينما أظهر الإختبار في الفترة الثانية أنّ تذبذب عوائد الصكوك أكبر مقارنة بتذبذب عوائد السندات، بفارق بسيط. وبالتالي فإنّ الإستثمار في الصكوك الإسلامية في سوق منطقة MENA خلال فترة الأزمة أصبحت أكثر مخاطرة من الإستثمار في السندات. ذلك أنّ السندات أدوات مضمونة، على خلاف الصكوك التي تتأثر بنتيجة أعمال الشركة، وبمركزها المالي، وزيادة المخاوف أثناء الأزمة. وبالتالي فإن الصكوك أقل مخاطرة في مرحلة قبل الأزمة والتي تمثل الفترة الأطول في الدراسة، لكنها لم تعد كذلك في مرحلة الأزمة.

وقد توافقت نتيجة أنّ الصكوك أقل تذبذباً من السندات مع دراسة Alberto Dreassi وآخرون التي أثبتت أنّ الصكوك أقل تقلباً من السندات، أمّا النتيجة المتعلقة بفترة الأزمة كذلك

تتوافق مع دراسة Mansur Masih وآخرون (2017) التي أشارت نتائجها إلى أنّ الصكوك ليست في مأمن من الصدمات وتداعيات تقلب الأسواق.

3- **الفرضية الثالثة:** أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية، وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بين عوائد مؤشر سوق الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA بحيث أولاً: أظهرت نتائج إختبار السببية بين عوائد المؤشر سوق الصكوك وعوائد مؤشر سوق السندات لمنطقة MENA وجود علاقة سببية في الإتجاهين بين المؤشرين، خلال فترتي الدراسة، قبل أزمة COVID-19 وبعدها، ما يؤكد وجود علاقة قصيرة الأجل بينهما، وذلك لتقارب آليات تسعير الأدوات، حيث أن الصكوك الإسلامية تعتمد على معدلات الفائدة لليبور، كأساس مرجعي في تسعيرها. وهو ما يتوافق مع دراسة حنان عبدلي (2018)، ودراسة Ferdous Ashraful وآخرون (2018)، ودراسة Alberto Dreassi وآخرون (2018).

ثانياً: أظهرت نتائج إختبار التكامل المشترك بإستعمال منهجية Granger & Engle ومنهجية Hendry وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين. خلال الفترتين المدروستين. وأشار نموذج تصحيح الخطأ ECM في الفترة الأولى: إلى أنّ قيمة عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك تتصحح نحو القيمة التوازنية بنسبة 1.17%، أي أنّ مؤشر الصكوك يستغرق في الفترة العادية قبل الأزمة مدة 85 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر S&P MENA للسندات. بينما يستغرق في فترة الأزمة مدة 11 يوم بإتجاه القيمة التوازنية إثر الصدمات في مؤشر السندات، علماً أن قيمة معامل الخطأ المتحصل عليها في نموذج هذه الفترة يساوي 0.0857.

ومنه نستنتج وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات، وهو ما يعني أنّ لهما نفس منحنى التحرك، وبالتالي فإنّ الصكوك الإسلامية تشبه السندات ويمكن أن تكون أداة بديلة لها، ما يثبت صحة الفرضية الثالثة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين عوائد مؤشر سوق الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق السندات لمنطقة MENA.

وهو ما يتوافق مع الدراسة السابقة لكل من Jamshed Uppal و Inayat Mangla (2017) التي توصلت إلى أنّ عوائد الصكوك تتكامل بشكل كبير مع عوائد سندات الخزنة الأمريكية. ودراسة Alberto Dreassi وآخرون التي أثبتت أنّ سلوك الصكوك يشابه إلى حد

كبير السندات، ودراسة Mansur Masih وآخرون. علما أن الدراسات السابقة التي توصلت إلى أن الصكوك الإسلامية لا ترتبط بالسندات التقليدية، ويختلف سلوكها عنها، وتتيح ميزة التنوع إتمدت على التنوع الجغرافي للصكوك والسندات، على غرار دراسة (2019) Özgür Arslan- ودراسة (2020) Maya Rahman و Rubaiyat Ahsan و Mehmet Baha Karan و Ayaydin .

نتائج الدراسة:

- ✓ لا تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية، إلا بجعل هذه الهندسة المالية موافقة للشريعة الإسلامية. فهي إبتكار وتطوير أدوات وآليات وحلول تمويلية في إطار الضوابط الشرعية.
- ✓ تخضع الهندسة المالية الإسلامية لخاصيتين أساسيتين، هما المصادقية الشرعية بأن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، وهذا يتضمن الخروج عن الخلاف الفقهي قدر المستطاع. بالإضافة إلى خاصية الكفاءة الاقتصادية، حيث ينبغي لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة إقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية.
- ✓ تقوم مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية على تطوير منتجات وأدوات شرعية بديلة لمثلتها التقليدية. وذلك إما عن طريق منهج محاكاة المنتجات غير الإسلامية، وهو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع صناعة الصكوك الإسلامية، أو عن طريق إستعمال منهج الأصالة والابتكار.
- ✓ إستطاعت الهندسة المالية الإسلامية إيجاد التصكيك كبديل للتسديد أو التوريق التقليدي، من خلال إعتقاد الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية.
- ✓ إستطاعت الهندسة المالية الإسلامية إيجاد أكثر من أربعة عشر صيغة مختلفة للصكوك، في مقابل صيغة وحيدة في النظام التقليدي وهي الإقراض بفائدة.
- ✓ تخضع مراحل عملية التصكيك وإجراءاتها إلى جملة من الضوابط تحكم سيرها ضمن سياق شرعي، من بداية تصكيك الصكوك وطرحها للإكتتاب، إلى غاية إطفاءها، حيث تخضع هذه الإعتبارات والضوابط لطبيعة الموجودات، سواء كانت نقوداً، أو ديوناً، أو أعيان ومنافع، أو كانت الصكوك ممثلة لخليط من أعيان ومنافع ونقود وديون، حيث تختلف الضوابط وفقاً لنوعية هذه الموجودات.

✓ تشترك الصكوك الإسلامية مع السندات في أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل الجهة المصدرة لها، يتم إصدارهما لمدة زمنية محددة، بحيث يتم إسترادها أو إطفائها بعدها. كما يصنف كلاهما ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر.

✓ تختلف الصكوك عن السندات إختلافات جوهرية أهمها أنّ الصك يمثل حصة في ملكية موجودات المشروع أو النشاط الإستثماري، في حين أنّ السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره لا يتأثر حامله بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي، كما يحظى بالأولوية في حالات التصفية.

✓ تتعرض الصكوك إلى مخاطر متعددة، منها ما تشترك فيه مع غيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومنها مخاطر تتعلق بخصوصية الصكوك الإسلامية وتنفرد بها دون سواها.

✓ ويعدّ تحمل المستثمر المخاطرة من أهم خصائص الإستثمار الإسلامي في الصكوك، التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد للمقرض بالفائدة. وهذا وفق مبدأ الخراج بالضمان.

✓ تجيز الشريعة الإسلامية التحوط من مخاطر الصكوك وإدارتها من خلال آليات، كدراسة الجدوى، والحرص على حسن إختيار المضاربين، والوكلاء والشركاء الذين يتولون الإدارة، والإعتماد على مختلف أوجه الضمانات كالرهن والكفالة، وضمان الطرف الثالث على سبيل التبصر، بشرط أن يكون طرف ثالث أجنبياً عن جهة الإصدار وعن حملة الصكوك، منفصل في شخصيته، وذمته المالية عنهما. إضافة لآلية التأمين التكافلي، وتخصيص الإحتياطيات، والإلتزام بالوعد في بعض الحالات كصكوك المرابحة للأمر بالشراء، أو التعويض وتحمل تبعات الهلاك في حالات التقصير أو التعدي أو الإهمال المتعمد. كما أنّ تنوع مصادر الصكوك وآجال إستحقاقها وقطاعاتها يمكن أيضاً أن يحدّ من مخاطر الصكوك الخاصة.

✓ أظهرت الدراسة التحليلية لواقع سوق الصكوك تفاوتاً كبيراً بين صيغ الصكوك المصدرة. حيث إنّضح أنّ صكوك المرابحة لوحدها تمثل نسبة 36.41% من مجموع الصكوك التي تم إصدارها بين سنة 2010 الى غاية 2020. بينما بلغت إصدارات صكوك الإجارة 21.95%، وصكوك الوكالة بنسبة 13.92%، فيما لم تتعدى صيغ أخرى كالإستصناع والسلم نسبة 1%. وهو ما يثبت أن سوق الصكوك لا يعرف تكافؤاً في إصدارات الصكوك حسب هياكلها. حيث تمثل هياكل المرابحة، الإجارة والوكالة ما نسبته 72% من مجموع الإصدارات مع إهمال هياكل أخرى. وبالتالي فإنه يمكننا القول بأن الصكوك الإسلامية لا تستفيد بشكل ملائم من التنوع الذي أوجدته الهندسة المالية الإسلامية. ويميل مستخدموا الصكوك إلى إختيار الصكوك الأقرب هيكلية للسندات

✓ أظهر التمثيلات البيانية لعوائد مؤشري الصكوك والسندات أنّ فترة الربع الأوّل لسنة 2020، شهدت تذبذباً عالياً مقارنةً بباقي الفترات في السلسلتين. وهي فترة تفشي فيروس COVID-19، وما إنجرّ عنه من تبعات جراء تطبيق إجراءات الإغلاق والحجر الصحي، وفرض القيود على الحركة. حيث سجّلت أسعار إغلاق مؤشر سوق السندات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تراجعاً حاداً، من سعر 133.1 في 2020/03/06 إلى 114.1 في ظرف 10 أيام وهو أدنى سعر لها منذ أزيد من سنة، كذلك بالنسبة لمؤشر سوق الصكوك الإسلامية فقد تراجعت خلال نفس الفترة من سعر 123.8 إلى 115.5 مع الإشارة إلى أنّ انخفاض مؤشر الصكوك يظهر بيانياً أقل حدة من السندات.

✓ أشارت إختبارات إستقرارية السلاسل محل الدراسة خلال الفترتين بإستخدام منهجية ديكي فيلر دون ابطاء $P=0$ ، أنّهما سلاسل من نوع DS، إستقرتا بعد إدخال الفروق من الدرجة الأولى.

✓ أظهرت نتائج إختبار التذبذب أنّ قيمة ثابت معادلة المتوسط (0.0187) و (0.0246) للصكوك والسندات على التوالي، وهي قيم موجبة ومعنوية عند مستوى الدلالة 5%، ما يتوافق مع النظرية الإقتصادية القائمة على إيجابية العلاقة بين العائد والمخاطرة. وذلك في الفترة الأولى من الدراسة.

✓ أظهرت نتائج إختبار تذبذب عوائد المؤشرين بإستعمال نموذج GARCH، في الفترة الأولى من الدراسة أي قبل أزمة COVID-19 أنّ تذبذب عوائد الصكوك أقل مقارنةً بتذبذب عوائد السندات في سوق منطقة MENA. وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية أقل مخاطرة مقارنةً بالسندات. رغم أنّ كلاهما سجل مخاطر متدنية. حيث كانت قيمة معلمة (GARCH) تساوي $(\beta=0.6146)$ بالنسبة للصكوك أقل من قيمة $(\beta=0.8473)$ الخاص بالسندات.

✓ في الفترة الثانية قيمة ثابت معادلة المتوسط Equation Mean (0.0310) و (0.0311) للصكوك والسندات على التوالي، وهي قيم موجبة ومعنوية عند مستوى الدلالة 5%، كذلك يتوافق مع النظرية الإقتصادية القائمة على إيجابية العلاقة بين العائد والمخاطرة، وذلك في فترة أزمة COVID-19. وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها في الفترة الأولى من الدراسة.

✓ أظهرت نتائج نموذج GARCH، في الفترة الثانية أنّ تذبذب عوائد المؤشرين قد ارتفع خلال الأزمة، وأصبح تذبذب عوائد الصكوك أكبر مقارنةً بتذبذب عوائد السندات، بفارق بسيط. حيث أنّ قيمة معلمة GARCH $(\beta = 0.9048)$ بالنسبة للصكوك أقل من قيمة معلمة GARCH $(\beta = 0.6665)$ الخاصة بالسندات، ما يدل على أنّ الإستثمار في الصكوك الإسلامية في

سوق منطقة MENA خلال فترة الأزمة أصبحت أكثر مخاطرة من الإستثمار في السندات. ذلك أن السندات أدوات مضمونة، على خلاف الصكوك التي تتأثر بمركز المالي للشركة وبنيتها. والقيم الموجبة تعني أنّ التقلب الشرطي يرتفع أكثر بعد الصدمة السالبة منه بعد الصدمة الموجبة. ✓ أشارت باقي نتائج إختبار GARCH للفترة الثانية إلى أنّ مجموع معلمة (ARCH) ومعلمة (GARCH) أي $(\beta + \alpha_1)$ ، يساوي (0.9565) بالنسبة للصكوك و(0.9810) بالنسبة للسندات ونلاحظ أنها تقترب من 1 ما يعني إستمرار أثر الصدمة الناتجة عن أزمة COVID-19 التي سببت التذبذب، خاصة بالنسبة للسندات، بما أنّها الأقرب للواحد، وبما أنّ القيمة أقل من 1 فهو دليل على أنّ أثر الصدمات سيتناقص بمرور الزمن خاصة بالنسبة لسلسلة الصكوك الإسلامية. كما أنّ قيم معلمة (GARCH) أكبر من قيم معلمة (ARCH) $\alpha_1 <$ في كلا السلسلتين يعني أنّ تأثير المعلومات القريبة في فترة أزمة COVID-19 أكبر من تأثير المعلومات البعيدة. ✓ أظهرت نتائج إختبار السببية بين عوائد مؤشر سوق الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق السندات لمنطقة MENA، وجود علاقة سببية في الإتجاهين بين المؤشرين، وذلك خلال فترتي الدراسة، قبل أزمة COVID-19 وبعدها. ما يؤكد وجود علاقة قصيرة الأجل بينهما. ومرّد ذلك لتقارب آليات تسعير الأدوات، حيث أن الصكوك الإسلامية تعتمد معدلات الفائدة لبيور، كأساس مرجعي في تسعيرها.

✓ أشارت نتائج إختبار التكامل المشترك بإستعمال منهجية Granger & Engle ذي الخطوتين إلى أنّ المتغيران يتكاملان من درجة الأولى. ومن نموذج الإنحدار للعلاقة طويلة الأجل بإستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS، فإنّ القيمة الإحتمالية الموافقة لإحصائية فيشر (0.0000) أصغر من 5% ما يعني أنّ العلاقة معنوية. كذلك الأمر بالنسبة للمعنوية الكلية، إضافة لتحقق شرط إستقرارية سلسلة البواقي e_t ، والتي إختبرناها بإستعمال إختبار Dickey-Fuller (ADF) Augmented مع درجة الإبطاء $P=1$. ومنه وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين السوقين أي أنّ لهما نفس منحى التحرك خلال فترتي الدراسة، قبل الأزمة وبعدها. وقد أكّد الإختبار وفق منهجية Hendry نفس النتيجة.

✓ أشارت نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM خلال الفترة الأولى إلى أنّ قيمة عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك تتصح نحو القيمة التوازنية بنسبة 1.17%، أي أنّ مؤشر الصكوك

يستغرق في الفترة العادية مدة 85 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر أي صدمة في مؤشر S&P MENA للسندات.

✓ أظهرت نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM خلال الفترة الثانية أن قيمة عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك تتصحح أو تتعدل نحو القيمة التوازنية بنسبة 8.57%. أي أن مؤشر الصكوك يستغرق مدة 11 يوم بإتجاه قيمته التوازنية إثر الصدمات في مؤشر S&P MENA للسندات.

✓ أشارت إختبارات سلامة نموذجي (الفترة الأولى والفترة الثانية) إلى أن النموذجين المقدرين مستقران هيكليا، ومحددان بشكل ملائم، وهو ما يسمح بإعتمادهما لتفسير الظاهرة المدروسة، المتمثلة في وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات خلال الفترتين قبل أزمة COVID-19 وبعدها. إلا أن عدم إيجابية بعض إختبارات تشخيص جودة النموذج، يعني أن نتائج النموذجين المقدرين هي نتائج ثلاثم عينة الدراسة (عوائد مؤشر S&P MENA للصكوك وللبنات)، في هذه الفترة الزمنية المدروسة. ويمكن للنتائج أن تتغير بتغير العينة أو الفترة المدروسة. وهو ما يفسر تناقض نتائج الدراسات السابقة حول هذا الموضوع.

✓ إن وجود علاقة التكامل المشترك بين الصكوك الإسلامية والسندات، يعني أن لهما نفس منحنى التحرك، وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية أدوات بديلة للسندات، يمكن للمستثمرين في سوق MENA إستبدال إستثماراتهم في السندات بالإستثمار في الصكوك الإسلامية، التي تعدّ نسبيا أقل مخاطرة وبعوائد مقارنة للعوائد التي يتحصلون عليها من السندات. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الصكوك لا تتيح مزايا التنوع لمستثمري السندات لمنطقة MENA وذلك خلال فترتي الدراسة، قبل أزمة COVID-19 وبعدها.

وتبعاً لهذه النتائج يمكن أن نتقدّم بالتوصيات التالية:

التوصيات

- ضرورة إعتناء صيغ أكثر تنوعاً في إصدار الصكوك، ومحاولة الإستغلال الأمثل لكل الصيغ التي أتاحتها الهندسة المالية الإسلامية، بإعتبار أن هذا التنوع سيفتح آفاق إستثمارية. وبإعتباره أساس التمويل التشاركي الذي هو ميزة الإقتصاد الإسلامي، وفيصل التفرقة بينه وبين التمويل الربوي.

- أهمية تطوير الهندسة المالية الإسلامية وتطوير الابتكار في جانب تسعير الصكوك، بما يتماشى مع التطور الذي تعرفه في الصيغ التعاقدية، مراعاة لخصائصها وبطرق مستقلة عن تسعير السندات، لتجنب الوقوع في نفس مشكلات التمويل التقليدي الناتجة عن محاكات السندات التقليدية من جانب التسعير.
- العمل على توحيد الرؤى الفقهية حول الصكوك الإسلامية، من خلال تعميم قرارات المرجعيات الفقهية المختصة، على غرار مجمع الفقه الإسلامي، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. لتضييق الخلافات الفقهية حول المسائل المتعلقة بالصكوك.
- ضرورة عمل الجهات المصدرة للصكوك على رفع كفاءتها الاقتصادية، لتوفير بدائل شرعية تنافسية لطالبي التمويل الإسلامي، ولإستقطاب غير المسلمين كذلك، وهو ما يضمن تطوير سوق الصكوك الإسلامية.
- ضرورة إعطاء الأهمية الكافية للدراسات القياسية فيما يتعلق بمواضيع المالية الإسلامية عموماً وموضوع الصكوك خاصة بهدف إثبات كفاءتها الاقتصادية إلى جانب مصداقيتها الشرعية.
- كما نوصي بتوسيع القاعدة التطبيقية لهذا البحث، ليشمل مؤشرات أسواق مختلفة للصكوك والسندات، إضافة إلى إختبارات مقارنة بين مؤشرات الصكوك الإسلامية فيما بينها، كما نرى أنه من المهم المقارنة بين الصكوك والسندات من جوانب أخرى.

آفاق البحث

- إن هذا البحث يفتح آفاقاً لأبحاث أخرى كتطبيق هذه الدراسة على أسواق مختلفة للصكوك والسندات، لتأكيد النتائج المتحصّل عليها أو نفيها. إضافة لمواضيع مكملة لها مثل:
- دراسة حالات تعثر الصكوك الإسلامية وعلاقة ذلك بمدى مطابقتها للمعايير الشرعية المعمول بها.
 - نمذجة آليات تسعير خاصة بالصكوك الإسلامية، مستقلة عن آليات تسعير السندات.
 - إختبار مدى التكامل داخل الأسواق المالية الإسلامية نفسها.
 - دراسة التصنيف الشرعي للصكوك ودوره في زيادة الجدارة الائتمانية لها.

المراجع

القرآن الكريم

كتب الحديث

- ابن تيمية تقي الدين أحمد، تحقيق محمد عبد القادر عطا ومصطفى عبد القادر عطا، **الفتاوى الكبرى**، المجلد السادس، كتاب إقامة الدليل على إبطال التحليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 1408هـ/1987م.
- ابن تيمية تقي الدين أحمد، **مجموعة الفتاوى**، باب الربا، الجزء التاسع والعشرون، الطبعة 3، دار الوفاء للطباعة والنشر، المنصورة، مصر، 1426هـ/2005م.
- ابن ماجة الحافظ محمد أبي عبد الله القزويني، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، **سنن ابن ماجة**، كتاب التجارات، الجزء الثاني، دار إحياء الكتب العربية، دون سنة نشر.
- ابن ماجة محمد ابي عبدالله القزويني، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، **سنن ابن ماجة**، كتاب التجارات، الجزء الثاني، دار الفكر، بيروت، دون سنة نشر.
- الإمام أبو داود الحافظ السجستاني، تحقيق محمد عبد العزيز الخالدي ، **سنن ابي داود**، كتاب البيوع، لمجلد الثاني، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 1416هـ/1996م.
- الإمام أحمد بن حنبل، مراجعة محمد صدقي محمد جميل العطار، **مسند (مسند الانصار)**، دار الفكر، ط1، بيروت، لبنان، 1429هـ/2009م.
- الإمام البخاري محمد بن إسماعيل، **صحيح البخاري**، كتاب الزكاة، الطبعة الأولى، دار ابن كثير، دمشق، 1423هـ/2002م.
- الإمام البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب، **صحيح البخاري**، المكتبة السلفية ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1400هـ.
- الإمام الترميذي محمد بن عيسى، تحقيق مركز البحوث وتقنية المعلومات، **سنن الترميذي الجامع الكبير**، كتاب البيوع، المجلد الثاني، ط1، دار التأصيل، القاهرة، 1435هـ/2014م.
- الإمام الترميذي، تأليف محمد ناصر الدين الألباني، تحقيق زهير الشاويش، **صحيح الترميذي**، مكتب التربية العربي لدول الخليج، الطبعة: الأولى، 1408هـ.
- الإمام مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي: **صحيح مسلم**، الجزء الثالث، كتاب المساقاة، دار الحديث، بيروت، ط1، 1412هـ/1991م.

- الإمام مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، تحقيق محمد فؤاد عبدالباقي: **صحيح مسلم**، الجزء الثالث، كتاب المساقاة، دار احياء التراث العربي، بيروت، ط1، 1374هـ/1955م.
- البيهقي احمد ابن الحسين، تحقيق محمد عبد القادر عطا، **السنن الكبرى**، الجزء الخامس، كتاب البيوع، الطبعة الثالثة، دار الكتب العلمية، بيروت، 1424هـ/2002م.

المراجع باللغة العربية

القوانين والقرارات والمعايير

- الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل إصدار الصكوك، النسخة الالكترونية، جوان 2019. متاح على الموقع: http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf/Final272019.pdf
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، **معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات**، دار الميامن، الرياض، 1437هـ/2015م.
- AAOIFI، **المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 5 - الضمانات)** ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م.
- AAOIFI، **المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 17 - صكوك الاستثمار)** ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م.
- AAOIFI، **المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 21 - الاوراق المالية الاسهم والسندات)**، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م.
- AAOIFI، **المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 25 - الجمع بين العقود)** ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م.

- AAOIFI، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي- رقم 45 - حماية رأس المال والاستثمارات) ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، النسخة الالكترونية- ساب SAAB - الخدمات المصرفية الاسلامية، المنامة، البحرين، 2017م.
- IFBSB، المعيار رقم 01، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات -عدا المؤسسات التأمينية - التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية) ، الصادر في ديسمبر 2005، متاح على الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الاسلامية: https://www.ifsb.org/ar_published.php تاريخ الاطلاع: 2020/02/02
- IFBSB، المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، متاح على الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الاسلامية: https://www.ifsb.org/ar_published.php تاريخ الاطلاع: 2020/02/02
- IIFA، قرار 22 (3/10)، سندات المقارضة وسندات التنمية والاستثمار، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة، عمان الاردن، من 8 الى 13 صفر 1407هـ، الموافق لـ 11 الى 16 أكتوبر 1986م، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء 3، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1683.html>
- IIFA، قرار 30(4/3)، سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، جدة المملكة العربية السعودية، من 18 الى 23 جمادى الآخرة 1408 هـ الموافق لـ 6 الى 11 فبراير 1988م، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء 3، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1713.html>
- IIFA، قرار 40 (5/2)، بشأن الوفاء بالوعد، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة الخامسة، الكويت، من 01 إلى 06 جمادى الاولى 1409هـ، الموافق 10 الى 15 ديسمبر 1988م، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1751.html>
- IIFA، قرار 60(11/6)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة السادسة، جدة، المملكة العربية السعودية، من 17 إلى 23 شعبان 1410هـ الموافق لـ 14 الى 20 مارس 1990م، مجلة المجمع، العدد السادس،

ج2، ص1273، والعدد السابع ج1. المتاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/1813.html>

- IIFA، قرار 101(4/11)، بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة الحادية عشر، المنامة، البحرين، من 25 إلى 30 رجب 1419هـ الموافق لـ 14 إلى 19 نوفمبر 1998م، المتاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2033.html>

- IIFA، قرار 137 (15/3)، صكوك الإجارة، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الخامسة عشرة، مسقط، سلطنة عُمان من 14 إلى 19 المحرم 1425هـ الموافق لـ 6 إلى 11 مارس 2004م. متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2148.html>

- IIFA، قرار 141(7/15)، بشأن المصالح المرسلة وتطبيقاتها المعاصرة، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي ، الدورة الخامسة عشرة، مسقط، سلطنة عُمان من 14 إلى 19 المحرم 1425هـ الموافق لـ 6 إلى 11 مارس 2004م. متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2159.html>

- IIFA، قرار 167 (5/18)، المقاصد الشرعية ودورها في استنباط الأحكام، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثامنة عشرة، بوتراجايا، ماليزيا، من 24 إلى 29 جمادى الآخرة 1428هـ الموافق لـ 9 إلى 17 يوليو 2007، مجلة المجمع، العدد الرابع، الجزء (3). متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2268.html>

- IIFA، قرار 178 (19/4)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق لـ 26 إلى 30 إبريل 2009م، متاح على الموقع <https://www.iifa-aifi.org/ar/2300.html>

- IIFA، قرار 188(20/3)، إستكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورة العشرون، وهران، الجزائري،

من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 13-18 سبتمبر 2012م، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2348.html>

- IIFA، قرار 196 (21/2)، إكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرين، الرياض، المملكة العربية السعودية، من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق لـ 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/2385.html>

- IIFA، قرار 224 (23/8)، التحوط في المعاملات المالية، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد، الدورة الثالثة والعشرين، المدينة المنورة، السعودية، من 19 إلى 23 صفر 1440هـ، الموافق 28 أكتوبر إلى 01 نوفمبر 2018م، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/4892.html>

- IIFA، قرار 226 (10/23)، الغلبة والتبعية في المعاملات المالية حالاتهما وضوابطهما وشروط تحققهما، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورة الثالثة والعشرون، المدينة المنورة، المنعقد في 11 نوفمبر 2018، متاح على الموقع: <https://www.iifa-aifi.org/ar/4897.html>

- IIFA، قرار 228 (23/12)، إقتراحات لجنة أمانة مجمع الفقه الإسلامي الدولي لبحث قضايا الصكوك، مؤتمر مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة والعشرين، المدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، من 19 إلى 23 صفر 1440هـ، الموافق لـ 28 أكتوبر إلى 1 نوفمبر 2018م. <https://www.iifa-aifi.org/ar/4901.html>

المعاجم والقواميس

- ابن منظور أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، تحقيق عبد الله علي الكبير، محمد احمد حسب الله، هاشم محمد الشاذلي، دار المعارف، القاهرة، مصر، ط 1، المجلد 4، بدون سنة نشر.

- إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (UASA)، قاموس المصطلحات المالية الأكثر استخداماً بالأسواق المالية، الإمارات العربية المتحدة، 2018. متاح على الموقع: [/https://www.cosob.org/ar/glossaire](https://www.cosob.org/ar/glossaire)
- الرازي ابن ابي بكر بن عبد القادر، مختار الصحاح، المجلد 1، مكتبة لبنان، بيروت، 1989م.
- راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الثانية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1407هـ / 1987م.
- المطرزي ابو الفتح ناصر الدين، المغرب، تحقيق محمود فاخوري، عبد الحميد مختار، مكتبة اسامة بن زيد، حلب سوريا، ط1، 1399هـ/1979م.
- مجد الدين الفيروزآبادي، مراجعة انس محمد الشامي وزكريا جابر احمد، القاموس المحيط، دار الحديث، القاهرة، 1429هـ/2008م.
- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، 1425هـ / 2004م.
- محمد علي، القاموس الاقتصادي، المؤسسات العربية للدراسات والنشر، الطبعة 1، بيروت، 1985.

الكتب

- ابن العثيمين محمد بن صالح بن محمد، اخرجه ابو ايوب السليمان الشرح الممتع على زاد المستنقع، دار ابن الجوزي الطبعة الأولى، 1422هـ/2001م.
- ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر، تحقيق محمد حامد الفقى، اغاثه اللفهان من مصائد الشيطان، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار المعرفة، بيروت، لبنان، 1395هـ / 1975م.
- ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر، تحقيق محمد عبد السلام إبراهيم، أعلام الموقعين عن رب العالمين ، الجزء الثالث، دار الكتب العلمية ، بيروت، لبنان، 1411هـ / 1991م.

- ابن عاشور محمد الطاهر، تحقيق محمد الحبيب ابن الخوجة، مقاصد الشريعة الإسلامية، مطابع قطر الوطنية، الجزء الثاني، الدوحة، 1425هـ/2004م.
- ابن قدامة موفق الدين، تحقيق عبد الله التركي وعبد الفتاح الحلو، المغنى، الجزء السادس، دار عالم الكتب للنشر، الطبعة الثالثة، الرياض، 1417هـ/1997م.
- ابن نجيم المصري زين الدين، تحقيق زكرياء عميرات، البحر الرائق شرح كنز الدقائق ومنحة الخالق وتكملة الطوري (كتاب البيع باب السلم)، دار الكتب العلمية، الطبعة الاولى، بيروت، 1418هـ/1997م.
- أحمد جابر بدران، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النشر للجامعات، الطبعة الاولى، القاهرة، 2017.
- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014م.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- أشرف دوابه، الاستثمار والمضاربة في الاسهم والسندات من منظور إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر، الطبعة الاولى، القاهرة، 2008.
- أشرف دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولى، دار السلام للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2009.
- الألباني محمد ناصر الدين، غاية المرام، الطبعة الاولى، المكتب الاسلامي، دمشق، 1400هـ/1980م.
- الإمام الشافعي، تحقيق علي عبد الحميد بلطجي ومحمد وهبي سليمان، كفاية الأختيار في حل غاية الاختصار، دار الخير، الطبعة الاولى، بيروت، 1413هـ/1991م.
- الإمام الغزالي أبي حامد محمد بن محمد، احياء علوم الدين، كتاب الصبر والشكر، دار ابن حزم، الطبعة الاولى، بيروت، 1426هـ/2005م.
- الإمام الغزالي أبي حامد محمد بن محمد، تحقيق حمزة بن زهير حافظ، المستصفي من علم الاصول، المجلد الاول، المدينة المنورة للطباعة، المدينة المنورة، دون سنة نشر.

- الإمام مالك بن انس، اخرجہ محمد فؤاد عبد الباقي ، الموطأ (كتاب البيوع باب العينة وما يشبهها)، الجزء الثاني، دار احياء الكتب العربية، القاهرة، 1370هـ/1951م.
- الخليل أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، الطبعة الاولى، الدمام، المملكة العربية السعودية، 1424هـ/2003م.
- الزركشي بدر الدين محمد بن عبد الله بن بهادر، تحقيق تيسير فائق احمد محمود ،المنثور في القواعد الفقهية ، الجزء3، وزارة الأوقاف و الشؤون الإسلامية، الطبعة 2 ، الكويت ، 1985.
- السالوس علي أحمد، فقه البيع والاستيثاق والتطبيق المعاصر (مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا)، مكتبة دار القرآن، الطبعة السابعة، مصر، 2008.
- السيوطي جلال الدين عبد الرحمن، الاشباه و النظائر في قواعد وفروع فقه الشافعية، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 1403هـ/1983م.
- الشاطبي إبراهيم ابن موسى بن محمد اللخمي، تحقيق ابو عبيدة مشهور بن حسن آل سلمان، الموافقات في اصول الشريعة، باب المقاصد، دار ابن عفان، المجلد الثاني، الطبعة الاولى، حُبر، المملكة العربية السعودية، 1417هـ/1997م.
- الشاطبي إبراهيم بن موسى اللخمي، تحقيق عبد الله دراز، الموافقات في أصول الشريعة ، كتاب المقاصد، الجزء الثاني، المكتبة التجارية الكبرى، مصر، دون سنة نشر.
- الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات والرؤى، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، الطبعة الاولى، الخرطوم، 2006.
- الضير الصديق محمد الامين، الغرر وأثره في العقود وآثاره في الفقه الاسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الثانية، جدّة، 1416هـ/1995م.
- العثماني ضفر أحمد، تحقيق محمد العزازي، إعلاء السنن، الجزء 13، دار الكتب العلمية، بيروت، 2018.
- العمراني عبد الله بن محمد، العقود المالية المركبة (دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية)، دار كنوز إشبيليا، ط 2، الرياض، 1431 هـ/2010 م.

- العمراني عبد الله بن محمد، المنفعة في القرض-دراسة تأصيلية تطبيقية-، دار كنوز إشبيلية، الطبعة الثانية، الرياض، 1431 هـ/2010 م.
- العنزي مرضي بن مشوح ، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تطبيقية، دار كنوز اشبيلية، الطبعة الاولى، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1436هـ/ 2015م.
- القرضاوي يوسف، فوائد البنوك هي الربا الحرام، دار الصحوة للنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 1415هـ/1994م.
- القره داغي، بحوث في فقه البنوك الاسلامية -دراسة فقهية وإقتصادية، دار البشائر الإسلامية، الطبعة الاولى، بيروت، لبنان، 2009.
- أمل عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مطبعة تونس قرطاج- الشرقية، الطبعة الاولى، تونس، 2017.
- جعفر بن عبد الرحمن قصاص، بيع المرابحة للأمر بالشراء (دراسة فقهية)، مكتبة نور الالكترونية، 1432هـ/ 2011م.
- خالد احمد علي محمد، العولمة واقتصاد المعرفة، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2019.
- خوجة عز الدين، محمد مراجعة ابو غده عبد الستار، المبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية في ضوء النصوص القرآنية والاحاديث النبوية، مجموعة دله البركة إدارة التطوير والبحوث، الطبعة الاولى، المملكة العربية السعودية، 1414 هـ/ 1994م.
- دريد كامل ال شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، الاردن، 2015.
- رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بدلاً عن السندات التقليدية، دار طيبة الخضراء، الطبعة الاولى، مكة المكرمة، 1440هـ/ 2019.
- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان- الأردن، 2012.
- سامى يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة - المخرج، دار الفكر العربي، الطبعة الاولى، القاهرة، 1431هـ/2010م.

- سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1419هـ/1998م.
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك) ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003م.
- عبد الستار ابو غدة، الاجارة، مجموعة دلة البركة، الطبعة الاولى، المدينة المنورة، 1998م.
- عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، جدة، ج 2، 2002.
- عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، مجموعة البركة المصرفية، جدة، الطبعة الاولى، ج11، 2010م.
- عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من المنظور الاسلامي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2011.
- عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر مدخل مالي، دار اي-كتب، الطبعة الاولى ، لندن، بريطانيا، 2018.
- عبد الله بن محمد الطيار، عبد الله بن محمد المطلق ومحمد بن إبراهيم موسى، الفقه الميسر (الحكم الشرعي للتنضيق والتقويم الحكمي للشركات وغيرها)، مدار الوطن للنشر، الرياض ، 1432هـ / 2011 م.
- عبدالرحمن بن فؤاد الجار الله، شركة المضاربة في الفقه الإسلامي، مكتبة نور الكترونية، 2019. متاح على الموقع: <https://www.noor-book.com/>
- عدنان تايه النعيمي، ارشيد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان، الاردن، 2018.
- فارس محمد زناتي، الصكوك الإسلامية: الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، دار المطبوعات الجامعية، الطبعة الاولى، الإسكندرية، 2014 .
- فخر الدين الرازي ، تفسير الفخر الرازي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الجزء السابع، 1401هـ/ 1981م.

- فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، 1999.
- قليوبي شهاب وعميرة شهاب الدين أحمد، حاشية قليوبي وعميرة على شرح المحلى على منهاج الطالبين، مكتبة مصطفى البابي الحلبي، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، القاهرة، 1375هـ/1956م.
- قندوز عبد الكريم ، التحوط وإدارة الخطر، دار إي-كتب، لندن، 2018م.
- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الاولى، بيروت، لبنان، 1429هـ / 2008م.
- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الاولى، المملكة العربية السعودية، 2010.
- محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، مصر، 1996م.
- محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، الطبعة الاولى، بيروت، 1432هـ/2011م.
- محمد شاهين، الاسواق المالية بين الارباح والخسائر - العوائد والمخاطر-، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.
- محمد شاهين، محافظ الاوراق المالية -ادارة تحليل تقييم- ، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004.
- محمود الفاتح، ادارة التمويل المصرفي، الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، الطبعة الاولى، القاهرة، مصر، 2020.
- محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2019.
- منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، ماليزيا، 2011.

- منذر قحف، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، 1420هـ / 2000م).
- منذر قحف، **مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي**، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، 1991.
- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- نزيه حماد، **العقود المركبة في الفقه الإسلامي**، دار القلم، دمشق، سوريا، 2005.
- نزيه حماد، **قضايا فقهية معاصرة في المال والإقتصاد**، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 1421هـ / 2001م.
- يعقوب الباحسين، **رفع الحرج في الشريعة الإسلامية دراسة أصولية تأصيلية**، مكتبة الرشد للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1420هـ / 1999م.

الرسائل والأطروحات

- البوطي محمد سعيد رمضان، **ضوابط المصلحة في الشريعة الإسلامية**، مؤسسة الرسالة ناشرون، رسالة دكتوراه في أصول الشريعة الإسلامية، كلية القانون والشريعة، جامعة الأزهر، القاهرة، 1375هـ / 1965م.
- الحجيل مساعد، **ربح ما لم يضمن دراسة تأصيلية تطبيقية**، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1431هـ / 2010م.
- العسكر ماجد بن عبد الله، **مقاصد الشريعة في المعاملات المالية عند ابن تيمية**، اطروحة دكتوراه في الشريعة والدراسات الإسلامية، تخصص اصول الفقه، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1434/1435 هـ.

- السويلم إبراهيم سامي، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مجلة بيت المشورة للتدريب، ربيع الاول 1425 هـ/ أبريل 2004، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار مركز البحوث، الكويت.
- السويلم سامي ابن براهيم، التحوط في التمويل الاسلامي، إصدارات المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الاولى، 1428هـ/2007م، البنك الاسلامي للتنمية، مكتبة الملك فهد الوطنية بجدة.
- العمراني عبد الله بن محمد، الضمانات في الصكوك الاسلامية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد السادس عشر، جمادى الاخرة/ رمضان، 1434هـ/2013م، جامعة الإمام محمد بن سعود الاسلامية بالرياض.
- بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مجلة الباحث، العدد 09، 2011. جامعة قاصدي مرباح ورقلة،
- سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية - كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الاسلامي، المجلد 07، العدد 21، 2003، جامعة الأزهر، القاهرة.
- صالح فتح الرحمن علي محمد، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان المركزي للإدارة العامة للسياسات والبحوث والاحصاء، الخرطوم.
- طارق الله خان حبيب احمد، ترجمة عثمان بابكر احمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، إصدارات المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الاولى، 1423هـ/ 2003م، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية.
- عريش شفيق، نقار عثمان، اسماعيل رولي، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية، المجلد 33، العدد 05، 2011، الصفحات 75-97، جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، اللاذقية، سوريا.

- علي محمد موسى، مادو غي سيلا، الصكوك الإستثمارية: مفهومها نشأتها مخاطرها ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13 ، العدد2، الصفحات 65-88، ديسمبر 2016، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد 26، مارس 2002، الصادرة عن بنك السودان المركزي الإدارة العامة للسياسات والبحوث والإحصاء بالخرطوم.
- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الإقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، 1482هـ/ 2007م الصفحات 3 إلى 46، جامعة الملك عبد العزيز بجدة.
- لحو بوخاري، وليد عايب، اليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الاسلامية، واثر الازمة المالية على سوق الصكوك الاسلامية الدولية واحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي برج بوعرييج، 2011.
- محمود محمد علي محمود ادريس، جهود المالكية في تجديد صيغ عقود الاستثمار وتطويرها: التمويل بالمزارعة نموذجا، المجلة الدولية للتراث في الثروة والتمويل الإسلامي، المجلد 1، العدد 2، 2020، الصفحات 147-183، الجامعة الإسلامية العالمية في ماليزيا.
- منذر قحف، سندات القراض وضامن الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، المجلد1، 1409هـ/1989م، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة.
- هشام محي الدين مسالخي، التوريق والتصكيك، بحث منشور على academia ، 2019، على الموقع: <https://aul.academia.edu/SHHishamMuhieddineMassalkhi>

الملتقيات

- الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد ، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، ندوة الصكوك الاسلامية(عرض و تقويم) ، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع

مجمع الفقه الاسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي و المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الاسلامي للتنمية، بجدة، من 10 الى 12 جمادى الآخرة 1431هـ الموافق لـ 24 الى 26 ماي 2010م.

- السالوس علي بن احمد، **مخاطر التمويل الاسلامي**، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، جامعه ام القرى مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005.

- العمراني عبد الله بن محمد، **ضوابط التحوط في المعاملات المالية واثاره وبدائله**، لمنتدى فقه الاقتصاد الاسلامي، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة الثانية ، دبي، 26 و 27 ابريل 2016م.

- القرضاوي يوسف، **مقاصد الشريعة المتعلقة بالمال**، مؤتمر المجلس الاول للإفتاء والبحوث، الدورة 18، دبلن، جمادى الثانية رجب 1429 هـ/ جويلية 2008م.

- القره داغي، **صكوك الإستثمار تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية**، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010 .

- القره داغي، **الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية**، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1430هـ/2009م.

- بدوي عبد المطلب، **التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية**، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، المنعقد في جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، من 06 إلى 08 مارس 2007 م.

- حامد علي ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، مداخلة ضمن ندوة الصكوك الاسلامية، مجمع الفقه الاسلامي بالتعاون مع المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، من 10 إلى 12 شعبان 1431هـ / 24 إلى 26 ماي 2010م

- حسين فتحي عثمان، **التوريق المصرفي للديون: الممارسة والاطار القانوني**، مؤتمر اسواق الاوراق المالية والبورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، العين، 2007.

- حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مداخلة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 10 و 11 جمادى الآخرة 1431هـ/ 24 و 25 ماي 2010م.
- سلميان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية ، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية ، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان إدارة المخاطر التنظيم والإشراف، في 6 -7 أكتوبر 2012 ، الأردن.
- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، من 31 ماي الى 03 جوان 2009.
- عبد الحكيم سعيح، و زكرياء خدير، طريقة كشف السلاسل الزمنية المالية (التذبذب و اثر ARCH)، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني حول البحوث النوعية و الكمية في منهج البحث العلمي، تيبازة، 2018.
- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك، مداخلة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 10 و 11 جمادى الآخرة 1431هـ/ 24 و 25 ماي 2010م.
- عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، عمان، الاردن، 25 - 27 سبتمبر 2004م.
- عبد الستار القطان، البدائل المشروعة لتداول الديون، المؤتمر الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الرابعة، البحرين، من 19 إلى 20 شعبان 1425 هـ الموافق 3 - 4 أكتوبر 2004 م.
- علاء الدين زعتري، الصكوك (تعريفها، أنواعها، أهميتها ودورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار)، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، الاردن، 18 و 19 جويلية 2010.

- فؤاد محمد أحمد محيسن ،الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، الشارقة، 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق 26 - 30 إبريل 2009م.
- محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1430هـ/2009م.
- محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مداخلة ضمن مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26 الى 30 أبريل 2009م.
- محمد علي القري، التحولات البديلة عن الضمان في المشاركات والصكوك الاستثمارية ، ندوة البركة للاقتصاد الاسلامي، الدورة الثامنة عشر ، جدة، 16 و 17 سبتمبر 2008م.
- محمد علي القري، الصكوك الإسلامية" التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، الشارقة، 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق 26 إلى 30 إبريل 2009م.
- وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري، دبي، 2015 م .

المراجع باللغة الأجنبية

- Bollerslev Tim, **Generalized Autoregressive Conditional**, Journal Of Econometrics, Elsevier Science Publishers, North-Holland, 1986, Vol 31, N3. P-P 307-327
- Edward Ngailo ،Eliab Luvanda Luvanda ،Estomih Massawe, **Time Series Modelling With Application To Tanzania Inflation Data**, Journal Of Data Analysis And Information Processing,2014,N02.

- Engel Robert, **Garch 101: The Use Of Arch/Garch Models In Applied Econometrics**, Journal Of Economic Perspective, American Economic Association, 2001, Vol15, N04, P-P 157-168.
- Essia Ries Ahmed, Md Aminul Islam, Fathyah Hashim, **Sukuk History-And-Development (Chapter)**, In Book: Handbook Of Research On Theory And Practice Of Global Islamic Finance (Pp.704-731), Igi Global, 2020. https://www.researchgate.net/publication/338778041_sukuk_-_History-And-Development_Chapter
- Fabozzi, F., Davis, H., And Choudhry, M, **Introduction To Structured Finance**, Wiley Finance, New Jersey, Usa, 2006.
- Finnerty John D, **Financial Engineering In Corporate Finance: An Overview**, Financial Management, 1988, Vol17, No4, Pp14-33.
- Gastineau.G.I, Kiritzman, M.P., **The Dictionary Of Financial Risk Management**, N.Y, Frank J. Fabozzi Associates, 1996.
- George Nasser Shawaqfeh, **The Role Of Islamic Sukuk "Bonds" In Providing Government Nvestment Needs**, International Journal Of Business And Management Review, March 2019, Vol.7, No.2, Pp.13-27.
- Granger Clive.W.J, **Investigating Causal Relations By Econometric Models And Cross-Spectral Methods**, Econometrica, Vol37, N03, 1969, P-P 424-438.
- Greene, William, **Econometric Analysis**, Prentice Hall,5 Eme Edition, New Jersey, Usa, 2003.
- Hamisultane H el ene, **Econometrie Des Series Temporelles, Halshs.Archives-Ouvertes**, 14/01/2016, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/Cel-01261174/Document>, Date De Consultation 07/08/2020.
- International Islamic Financial Market. (2020). **Sukuk Report(A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market)**. Iifm.
- International Islamic Financial Market. (2021). **Sukuk Report(Global Sukuk Market)**. 10th Edition .Manama Kingdom Of Bahrain: Iifm.
- Islamic Financial Services Board. (2020). **Islamic Financial Services Industry Stability Report**. Malaysia: Ifsb.

- João Pinto And Paulo Alves, **The Economics Of Securitization: Evidence From The European Markets**, Investment Management And Financial Innovations Volume 13, Issue 1, 2016, P-P 111-125.
- Michel Terazza, Ali Zatout, **Modélisation De L'hétéroscédasticité Conditionnelle Du Prix Spot Du Marché Pétrolier De L'o.C.D.E**, Journal De La Société Statistique De Paris ,Vol 3, 1993,P 25
- Ngailo Edward; Luvanda Eliab; Massawe Estomih, **Time Series Modelling With Application To Tanzania Inflation Data**, Journal Of Data Analysis And Information Processing, Scientific Research Publishing Inc, 2014, Vol 2, N2.
- Petty.J., Et Al., **Basic Financial Management**, Prentice-Hall, 6th, 2002, P306.
- Reuters Financial Glossary, Pearson Education London, 2nd Ed, 2003.
- Robert Ferrandier Et Vincent Kôen, **Marchés De Capitaux Et Techniques Financières**, 4ème Edition, Paris, Economica, 1997.
- Sirojiddin Abrorov, **The Importance Of Sukuk In The Development Of Economy: As An Example Of Its Impact On The Income Of The Malaysian Population**, Journal Of Critical Reviews, 2020, Vol 7, Issue 2.
- Sutan Emir Hidayat, **A Comparative Analysis Between Asset Based And Asset Backed Sukuk: Which One Is More Shariah Compliant?**, International Samanm Journal Of Finance And Accounting, 24-31 July 2013, Vol. 1, No. 2.
- Tun Gülfen; Burak Fatih, **Cointegration Relation On Investors' Portfolio Choice At European Financial Markets: An Application For Turkey And Greece**, International Journal Of Business And Social Science, 2013, Vo 4, N 06.
- Udovitch Abraham. L, **"Bankers Without Banks: Commerce, Banking, And Society In The Islamic World Of The Middle Ages"** In Centre For Medieval And Renaissance Studies, Ucla (Ed), The Dawn Of Modern Banking (New Haven & London: Yale University Press, 1979).

- Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, **An Introduction To Islamic Finance: Theory And Practice**, John Wiley & Sons, Singapore, 2007.

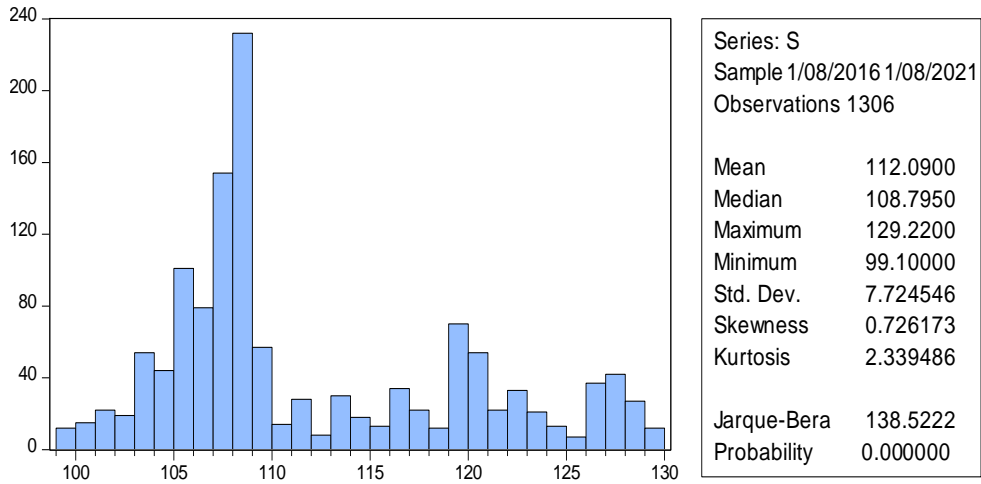
المواقع الإلكترونية

- موقع https://www.algerie-eco.com/2020/10/05/finance-islamique-aom-invest-societe-cotee-en-bourse-de-la-pme-obtient-le-certificat-de-conformite/?fbclid=IwAR18MMZHET69wxOExedEPfiOpnvo0sScgR9mStU_pHGFSHDaYjBtpt2Inlad :Algerie-eco 2021
- موقع Investopedia المالي: <https://www.investopedia.com/terms/m/middle-east-and-north-africa-mena.asp>
- موقع <https://www.populationpyramid.net/ar/%D9%85%D8%B5%D8%B1/202/> pyramid-population
- موقع Reuters: <https://www.reuters.com/article/>
- موقع s&p Dow Jones Indices <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-mena-sukuk-index/#data>
- موقع s&p Dow Jones Indices <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-mena-bond-index/#overview>
- موقع Wall Street Journal: <https://www.wsj.com/articles/saudi-arabia-to-offer-international-investors-17-5-billion-in-bonds-1476876478>

- <https://www.worldatlas.com/articles/what-are-the-mena-countries.html> : موقع أطلس العالم
- الموقع الرسمي لاحصائيات البنك الدولي:
<https://data.worldbank.org/region/middle-east-and-north-africa>
- الموقع الرسمي للرابطة الدولية للتمويل الكمي IAQF، متاح على الموقع:
<https://www.iaqf.org/what-is-financial-engineering>
- الموقع الرسمي للمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية IFSWF :
<https://www.ifswf.org/member-profiles/khazanah-nasional>
- الموقع الرسمي للمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية: <https://iilm.com/>
- الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:
[/https://aaoifi.com](https://aaoifi.com)
- موقع بنك HSBC: <https://www.gbm.hsbc.com/insights/markets/mena-bond-markets>
- موقع شركة AOM-INVEST: <https://aom-invest.com/groupe/qui-nous-sommes/>
- موقع شركة ادارة الاصول المركزية لسوق المال الايراني:
<https://sukuk.ir/fa/component/k2/item/1122-sukuk-issued-by-spvs-in-iran-capital-market-2020?tmpl=component&print=1>

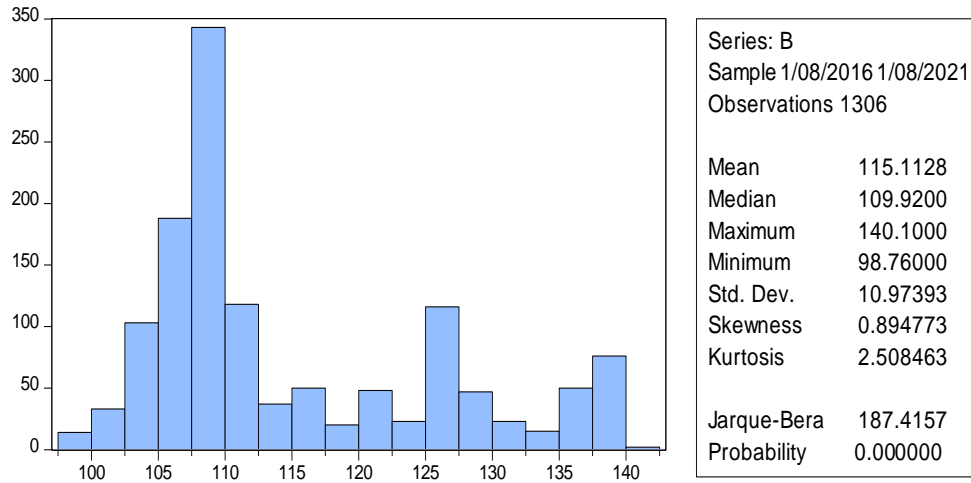
الملاحق

الملحق 01: نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشر الصكوك



المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 02: نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل مؤشر السندات



المصدر: مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 03: اختبارات استقرارية السلاسل

Null Hypothesis: DLB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-29.32992		0.0000	
Test critical values:	1% level	-2.567107		
	5% level	-1.941117		
	10% level	-1.616502		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLB) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 08:43 Sample (adjusted): 1/12/2016/2/28/2020 Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB(-1)	-0.888386	0.030289	-29.32992	0.0000
R-squared	0.443826	Mean dependent var		-0.000137
Adjusted R-squared	0.443826	S.D. dependent var		0.234077
S.E. of regression	0.174568	Akaike info criterion		-0.652078
Sum squared resid	32.85096	Schwarz criterion		-0.647459
Log likelihood	352.7962	Hannan-Quinn criter.		-0.650329
Durbin-Watson stat	2.029693			

Null Hypothesis: DLS has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-32.98177		0.0000	
Test critical values:	1% level	-2.567107		
	5% level	-1.941117		
	10% level	-1.616502		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLS) Method: Least Squares Date: 07/11/21 Time: 10:36 Sample (adjusted): 1/12/2016/2/28/2020 Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLS(-1)	-1.006129	0.030506	-32.98177	0.0000
R-squared	0.502261	Mean dependent var		0.000182
Adjusted R-squared	0.502261	S.D. dependent var		0.149360
S.E. of regression	0.105374	Akaike info criterion		-1.661670
Sum squared resid	11.96983	Schwarz criterion		-1.657051
Log likelihood	897.4708	Hannan-Quinn criter.		-1.659921
Durbin-Watson stat	1.993538			

Null Hypothesis: LB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	4.596765		1.0000	
Test critical values:	1% level	-2.567105		
	5% level	-1.941117		
	10% level	-1.616502		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LB) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 08:40 Sample (adjusted): 1/11/2016/2/28/2020 Included observations: 1080 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LB(-1)	5.16E-05	1.12E-05	4.596765	0.0000
R-squared	0.000155	Mean dependent var		0.024229
Adjusted R-squared	0.000155	S.D. dependent var		0.173923
S.E. of regression	0.173909	Akaike info criterion		-0.659639
Sum squared resid	32.63380	Schwarz criterion		-0.655024
Log likelihood	357.2051	Hannan-Quinn criter.		-0.657891
Durbin-Watson stat	1.810059			

Null Hypothesis: DLS2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-10.19825		0.0000	
Test critical values:	1% level	-2.575373		
	5% level	-1.942256		
	10% level	-1.615751		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLS2) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 10:47 Sample (adjusted): 3/04/2020/1/08/2021 Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLS2(-1)	-0.633668	0.062135	-10.19825	0.0000
R-squared	0.318997	Mean dependent var		-0.001557
Adjusted R-squared	0.318997	S.D. dependent var		0.232129
S.E. of regression	0.191559	Akaike info criterion		-0.462765
Sum squared resid	8.146280	Schwarz criterion		-0.447486
Log likelihood	52.59827	Hannan-Quinn criter.		-0.456597
Durbin-Watson stat	2.326640			

Null Hypothesis: LS2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	1.603820		0.9735	
Test critical values:	1% level	-2.575326		
	5% level	-1.942249		
	10% level	-1.615755		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LS2) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 10:00 Sample (adjusted): 3/03/2020/1/08/2021 Included observations: 224 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LS2(-1)	4.56E-05	2.84E-05	1.603820	0.1102
R-squared	0.000002	Mean dependent var		0.021998
Adjusted R-squared	0.000002	S.D. dependent var		0.205301
S.E. of regression	0.205301	Akaike info criterion		-0.324223
Sum squared resid	9.399135	Schwarz criterion		-0.308992
Log likelihood	37.31295	Hannan-Quinn criter.		-0.318075
Durbin-Watson stat	1.272804			

Null Hypothesis: LS has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	6.000814		1.0000	
Test critical values:	1% level	-2.567105		
	5% level	-1.941117		
	10% level	-1.616502		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LS) Method: Least Squares Date: 07/11/21 Time: 10:25 Sample (adjusted): 1/11/2016/2/28/2020 Included observations: 1080 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LS(-1)	4.03E-05	6.72E-06	6.000814	0.0000
R-squared	0.000134	Mean dependent var		0.018981
Adjusted R-squared	0.000134	S.D. dependent var		0.103620
S.E. of regression	0.103613	Akaike info criterion		-1.695389
Sum squared resid	11.58370	Schwarz criterion		-1.690773
Log likelihood	916.5100	Hannan-Quinn criter.		-1.693641
Durbin-Watson stat	2.076144			

Null Hypothesis: LB2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	0.611995		0.8479	
Test critical values:	1% level	-2.575326		
	5% level	-1.942249		
	10% level	-1.615755		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LB2) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 10:43 Sample (adjusted): 3/03/2020/1/08/2021 Included observations: 224 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LB2(-1)	4.66E-05	7.61E-05	0.611995	0.5412
R-squared	-0.000042	Mean dependent var		0.023056
Adjusted R-squared	-0.000042	S.D. dependent var		0.556895
S.E. of regression	0.556906	Akaike info criterion		1.671615
Sum squared resid	69.16228	Schwarz criterion		1.686846
Log likelihood	-186.2209	Hannan-Quinn criter.		1.677763
Durbin-Watson stat	1.340819			

Null Hypothesis: DLB2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-10.60852		0.0000	
Test critical values:	1% level	-2.575373		
	5% level	-1.942256		
	10% level	-1.615751		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
AugmentedDickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLB2) Method: Least Squares Date: 07/12/21 Time: 10:48 Sample (adjusted): 3/04/2020/1/08/2021 Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB2(-1)	-0.671041	0.063255	-10.60852	0.0000
R-squared	0.336397	Mean dependent var		-0.001999
Adjusted R-squared	0.336397	S.D. dependent var		0.646295
S.E. of regression	0.526484	Akaike info criterion		1.559283
Sum squared resid	61.53518	Schwarz criterion		1.574562
Log likelihood	-172.8601	Hannan-Quinn criter.		1.565451
Durbin-Watson stat	2.076470			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 04: مربعات بواقي سلسلة الصكوك للفترة الأولى

Dependent Variable: ES1				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 08:46				
Sample (adjusted): 1/21/2016 2/28/2020				
Included observations: 1072 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007944	0.000962	8.260137	0.0000
ES1(-1)	0.081243	0.030622	2.653118	0.0081
ES1(-2)	0.015423	0.031062	0.496529	0.6196
ES1(-3)	0.085103	0.031035	2.742197	0.0062
ES1(-4)	-0.007180	0.029511	-0.243299	0.8078
ES1(-5)	0.002502	0.029612	0.084486	0.9327
ES1(-6)	0.037176	0.029461	1.261856	0.2073
ES1(-7)	-0.002571	0.029479	-0.087208	0.9305
ES1(-8)	0.027342	0.029407	0.929798	0.3527
R-squared	0.017922	Mean dependent var		0.010444
Adjusted R-squared	0.010531	S.D. dependent var		0.019668
S.E. of regression	0.019565	Akaike info criterion		-5.021828
Sum squared resid	0.406889	Schwarz criterion		-4.980041
Log likelihood	2700.700	Hannan-Quinn criter.		-5.006000
F-statistic	2.424779	Durbin-Watson stat		1.999136

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 05: مربعات بواقي سلسلة السندات للفترة الأولى

Dependent Variable: EB1				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 09:31				
Sample (adjusted): 1/21/2016 2/28/2020				
Included observations: 1072 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.016955	0.002598	6.525696	0.0000
EB1(-1)	0.113166	0.030629	3.694720	0.0002
EB1(-2)	0.101927	0.031129	3.274380	0.0011
EB1(-3)	0.117071	0.031299	3.740390	0.0002
EB1(-4)	-0.039402	0.030844	-1.277459	0.2017
EB1(-5)	0.065918	0.031054	2.122653	0.0340
EB1(-6)	-0.004201	0.030984	-0.135580	0.8922
EB1(-7)	0.031647	0.030836	1.026301	0.3050
EB1(-8)	0.050022	0.030694	1.629704	0.1035
R-squared	0.059344	Mean dependent var		0.029854
Adjusted R-squared	0.052264	S.D. dependent var		0.059168
S.E. of regression	0.057601	Akaike info criterion		-2.862193
Sum squared resid	3.526904	Schwarz criterion		-2.820406
Log likelihood	1543.135	Hannan-Quinn criter.		-2.846365
F-statistic	8.382753	Durbin-Watson stat		2.002165
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 06: مربعات بواقي سلسلة الصكوك للفترة الثانية

Dependent Variable: ES2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 10:51				
Sample (adjusted): 3/13/2020 1/08/2021				
Included observations: 216 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003570	0.006090	0.586314	0.5583
ES2(-1)	0.334019	0.052556	6.355452	0.0000
ES2(-2)	0.124553	0.051807	2.404194	0.0171
ES2(-3)	-0.339481	0.052329	-6.487402	0.0000
ES2(-4)	0.512494	0.052328	9.793840	0.0000
ES2(-5)	-0.008796	0.052123	-0.168758	0.8662
ES2(-6)	-0.051346	0.050939	-1.007993	0.3146
ES2(-7)	0.353475	0.049813	7.095982	0.0000
ES2(-8)	-0.194607	0.049758	-3.911048	0.0001
R-squared	0.584042	Mean dependent var		0.033323
Adjusted R-squared	0.567966	S.D. dependent var		0.125656
S.E. of regression	0.082593	Akaike info criterion		-2.109010
Sum squared resid	1.412071	Schwarz criterion		-1.968374
Log likelihood	236.7731	Hannan-Quinn criter.		-2.052193
F-statistic	36.33081	Durbin-Watson stat		1.512961
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 07: مربعات بواقي سلسلة الصكوك للفترة الثانية

Dependent Variable: EB2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 11:05				
Sample (adjusted): 3/13/2020 1/08/2021				
Included observations: 216 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.046148	0.057599	0.801197	0.4239
EB2(-1)	0.414485	0.057185	7.248142	0.0000
EB2(-2)	0.015136	0.060224	0.251330	0.8018
EB2(-3)	-0.235397	0.057235	-4.112811	0.0001
EB2(-4)	0.565380	0.057417	9.846881	0.0000
EB2(-5)	0.181762	0.057441	3.164330	0.0018
EB2(-6)	-0.289996	0.057264	-5.064230	0.0000
EB2(-7)	0.286560	0.059951	4.779859	0.0000
EB2(-8)	-0.233956	0.056723	-4.124568	0.0001
R-squared	0.569349	Mean dependent var		0.259838
Adjusted R-squared	0.552706	S.D. dependent var		1.184725
S.E. of regression	0.792345	Akaike info criterion		2.413134
Sum squared resid	129.9568	Schwarz criterion		2.553770
Log likelihood	-251.6185	Hannan-Quinn criter.		2.469951
F-statistic	34.20848	Durbin-Watson stat		1.739897
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 08: اختبار اثر ARCH لسلسلة الصكوك للفترة الاولى

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	7.273777	Prob. F(1,1077)	0.0071	
Obs*R-squared	7.238399	Prob. Chi-Square(1)	0.0071	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 08:51				
Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020				
Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009859	0.000711	13.87121	0.0000
RESID^2(-1)	0.081933	0.030379	2.696994	0.0071
R-squared	0.006708	Mean dependent var	0.010737	
Adjusted R-squared	0.005786	S.D. dependent var	0.020819	
S.E. of regression	0.020759	Akaike info criterion	-4.909820	
Sum squared resid	0.464119	Schwarz criterion	-4.900582	
Log likelihood	2650.848	Hannan-Quinn criter.	-4.906322	
F-statistic	7.273777	Durbin-Watson stat	2.002364	
Prob(F-statistic)	0.007106			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 09: اختبار اثر ARCH لسلسلة السندات للفترة الاولى

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	22.22025	Prob. F(1,1077)	0.0000	
Obs*R-squared	21.81151	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 09:33				
Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020				
Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025945	0.002028	12.79235	0.0000
RESID^2(-1)	0.142200	0.030166	4.713836	0.0000
R-squared	0.020215	Mean dependent var	0.030237	
Adjusted R-squared	0.019305	S.D. dependent var	0.060112	
S.E. of regression	0.059529	Akaike info criterion	-2.802866	
Sum squared resid	3.816521	Schwarz criterion	-2.793629	
Log likelihood	1514.146	Hannan-Quinn criter.	-2.799368	
F-statistic	22.22025	Durbin-Watson stat	2.032579	
Prob(F-statistic)	0.000003			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 10: اختبار اثر ARCH لبواقي نموذج الصكوك الفترة الاولى

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.297169	Prob. F(1,1077)	0.5858	
Obs*R-squared	0.297639	Prob. Chi-Square(1)	0.5854	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 09/15/21 Time: 10:11				
Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020				
Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.012458	0.065424	15.47542	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	-0.016607	0.030464	-0.545132	0.5858
R-squared	0.000276	Mean dependent var	0.995937	
Adjusted R-squared	-0.000652	S.D. dependent var	1.903944	
S.E. of regression	1.904565	Akaike info criterion	4.128236	
Sum squared resid	3906.674	Schwarz criterion	4.137474	
Log likelihood	-2225.183	Hannan-Quinn criter.	4.131734	
F-statistic	0.297169	Durbin-Watson stat	2.000331	
Prob(F-statistic)	0.585775			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 11: اختبار اثر ARCH لبواقي نموذج السندات الفترة الاولى

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.837398	Prob. F(1,1077)	0.3603	
Obs*R-squared	0.838301	Prob. Chi-Square(1)	0.3599	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 09/15/21 Time: 10:14				
Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020				
Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.979412	0.065874	14.86785	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	0.027872	0.030458	0.915095	0.3603
R-squared	0.000777	Mean dependent var	1.007480	
Adjusted R-squared	-0.000151	S.D. dependent var	1.914837	
S.E. of regression	1.914982	Akaike info criterion	4.139145	
Sum squared resid	3949.527	Schwarz criterion	4.148383	
Log likelihood	-2231.069	Hannan-Quinn criter.	4.142643	
F-statistic	0.837398	Durbin-Watson stat	2.001219	
Prob(F-statistic)	0.360347			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 12: اختبار اثر ARCH لسلسلة الصكوك للفترة الثانية

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	41.04832	Prob. F(1,221)	0.0000	
Obs*R-squared	34.93163	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/21 Time: 10:54				
Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021				
Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025148	0.009338	2.693057	0.0076
RESID^2(-1)	0.395796	0.061777	6.406896	0.0000
R-squared	0.156644	Mean dependent var	0.041820	
Adjusted R-squared	0.152828	S.D. dependent var	0.145501	
S.E. of regression	0.133922	Akaike info criterion	-1.174188	
Sum squared resid	3.963667	Schwarz criterion	-1.143630	
Log likelihood	132.9220	Hannan-Quinn criter.	-1.161852	
F-statistic	41.04832	Durbin-Watson stat	2.295442	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 13: اختبار اثر ARCH لسلسلة السندات للفترة الثانية

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	48.79840	Prob. F(1,221)	0.0000	
Obs*R-squared	40.33398	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 09/15/21 Time: 14:15				
Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021				
Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.177216	0.079717	2.223053	0.0272
RESID^2(-1)	0.425340	0.060888	6.985585	0.0000
R-squared	0.180870	Mean dependent var	0.309126	
Adjusted R-squared	0.177163	S.D. dependent var	1.274999	
S.E. of regression	1.156556	Akaike info criterion	3.137698	
Sum squared resid	295.6143	Schwarz criterion	3.168256	
Log likelihood	-347.8533	Hannan-Quinn criter.	3.150034	
F-statistic	48.79840	Durbin-Watson stat	2.092699	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 14: اختبار اثر ARCH لبواقي نموذج الصكوك لفترة الثانية

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	1.126501	Prob. F(1,221)	0.2897	
Obs*R-squared	1.130931	Prob. Chi-Square(1)	0.2876	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 09/16/21 Time: 14:49				
Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021				
Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.970595	0.121241	8.005531	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	0.071199	0.067082	1.061368	0.2897
R-squared	0.005071	Mean dependent var	1.044716	
Adjusted R-squared	0.000570	S.D. dependent var	1.480411	
S.E. of regression	1.479990	Akaike info criterion	3.630876	
Sum squared resid	484.0717	Schwarz criterion	3.661433	
Log likelihood	-402.8426	Hannan-Quinn criter.	3.643212	
F-statistic	1.126501	Durbin-Watson stat	2.007258	
Prob(F-statistic)	0.289681			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 15: اختبار اثر ARCH لبواقي نموذج السندات لفترة الثانية

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.908390	Prob. F(1,221)	0.3416	
Obs*R-squared	0.912858	Prob. Chi-Square(1)	0.3394	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 09/16/21 Time: 14:48				
Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021				
Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.954478	0.129558	7.367168	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	0.064007	0.067157	0.953095	0.3416
R-squared	0.004094	Mean dependent var	1.019835	
Adjusted R-squared	-0.000413	S.D. dependent var	1.641158	
S.E. of regression	1.641496	Akaike info criterion	3.838022	
Sum squared resid	595.4868	Schwarz criterion	3.868579	
Log likelihood	-425.9394	Hannan-Quinn criter.	3.850358	
F-statistic	0.908390	Durbin-Watson stat	1.988268	
Prob(F-statistic)	0.341583			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 16: إختبار سببية Granger لنموذج الفترة الأولى

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 09/16/21 Time: 14:44			
Sample: 1/08/2016 2/28/2020			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLB does not Granger Cause DLS	1075	6.20689	1.E-05
DLS does not Granger Cause DLB		6.29587	9.E-06

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 17: إختبار إستقرارية سلسلة البواقي النموذج المقدر للفترة الأولى

Null Hypothesis: E1 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.505394	0.3255		
Test critical values:	1% level -3.966575			
	5% level -3.413983			
	10% level -3.129082			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E1) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:09 Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020 Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E1(-1)	-0.011491	0.004587	-2.505394	0.0124
D(E1(-1))	0.039970	0.030850	1.296635	0.1954
C	-0.000245	0.004920	-0.049847	0.9603
@TREND("1/08/2016")	1.45E-06	8.03E-06	0.180375	0.8569
R-squared	0.007606	Mean dependent var	0.000534	
Adjusted R-squared	0.004836	S.D. dependent var	0.076080	
S.E. of regression	0.075896	Akaike info criterion	-2.315215	
Sum squared resid	6.192158	Schwarz criterion	-2.296739	
Log likelihood	1253.059	Hannan-Quinn criter.	-2.308219	
F-statistic	2.746357	Durbin-Watson stat	1.977296	
Prob(F-statistic)	0.041838			

Null Hypothesis: E1 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.637455	0.0857		
Test critical values:	1% level -3.436193			
	5% level -2.864008			
	10% level -2.568135			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E1) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:09 Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020 Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E1(-1)	-0.011175	0.004237	-2.637455	0.0085
D(E1(-1))	0.039605	0.030770	1.287153	0.1983
C	0.000538	0.002309	0.233034	0.8158
R-squared	0.007576	Mean dependent var	0.000534	
Adjusted R-squared	0.005731	S.D. dependent var	0.076080	
S.E. of regression	0.075862	Akaike info criterion	-2.317038	
Sum squared resid	6.192345	Schwarz criterion	-2.303182	
Log likelihood	1253.042	Hannan-Quinn criter.	-2.311791	
F-statistic	4.106961	Durbin-Watson stat	1.977117	
Prob(F-statistic)	0.016716			

Null Hypothesis: E1 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.638140	0.0081		
Test critical values:	1% level -2.567107			
	5% level -1.941117			
	10% level -1.616502			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E1) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:10 Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020 Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E1(-1)	-0.011173	0.004235	-2.638140	0.0085
D(E1(-1))	0.039628	0.030756	1.288464	0.1979
R-squared	0.007526	Mean dependent var	0.000534	
Adjusted R-squared	0.006604	S.D. dependent var	0.076080	
S.E. of regression	0.075828	Akaike info criterion	-2.318841	
Sum squared resid	6.192657	Schwarz criterion	-2.309604	
Log likelihood	1253.015	Hannan-Quinn criter.	-2.315343	
Durbin-Watson stat	1.977067			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 18: اختبار مدى ملائمة Ramsey Test Reset لنموذج الفترة الأولى

Ramsey RESET Test				
Equation: UNTITLED				
Specification: DLS C DLB E1(-1)				
Omitted Variables: Squares of fitted values				
	Value	Df	Probability	
t-statistic	0.187303	1076	0.8515	
F-statistic	0.035082	(1, 1076)	0.8515	
Likelihood ratio	0.035212	1	0.8512	
F-test summary:				
	Sum of Sq.	Df	Mean Squares	
Test SSR	0.000125	1	0.000125	
Restricted SSR	3.839614	1077	0.003565	
Unrestricted SSR	3.839489	1076	0.003568	
LR test summary:				
	Value			
Restricted LogL	1512.792			
Unrestricted LogL	1512.810			
Unrestricted Test Equation:				
Dependent Variable: DLS				
Method: Least Squares				
Date: 08/30/21 Time: 12:38				
Sample: 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007298	0.002058	3.546138	0.0004
DLB	0.485742	0.010571	45.95085	0.0000
E1(-1)	-0.011735	0.003328	-3.526119	0.0004
FITTED^2	-0.024099	0.128662	-0.187303	0.8515
R-squared	0.668588	Mean dependent var		0.018881
Adjusted R-squared	0.667664	S.D. dependent var		0.103620
S.E. of regression	0.059735	Akaike info criterion		-2.794092
Sum squared resid	3.839489	Schwarz criterion		-2.775631
Log likelihood	1512.810	Hannan-Quinn criter.		-2.787102
F-statistic	723.5719	Durbin-Watson stat		2.196784
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.1

الملحق 19 : اختبار الارتباط الذاتي لبواقي نموذج الفترة الأولى (autocorelation(resid))

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	7.816986	Prob. F(2,1075)	0.0004	
Obs*R-squared	15.48154	Prob. Chi-Square(2)	0.0004	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1/11/2016 2/28/2020				
Included observations: 1080				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.73E-05	0.001823	0.025965	0.9793
DLB	-0.003715	0.010429	-0.356229	0.7217
E1(-1)	0.001943	0.003348	0.580240	0.5619
RESID(-1)	-0.120049	0.031175	-3.850771	0.0001
RESID(-2)	-0.042485	0.031074	-1.367256	0.1718
R-squared	0.014335	Mean dependent var	-2.88E-18	
Adjusted R-squared	0.010667	S.D. dependent var	0.059653	
S.E. of regression	0.059334	Akaike info criterion	-2.806647	
Sum squared resid	3.784575	Schwarz criterion	-2.783569	
Log likelihood	1520.589	Hannan-Quinn criter.	-2.797908	
F-statistic	3.908493	Durbin-Watson stat	1.984141	
Prob(F-statistic)	0.003710			

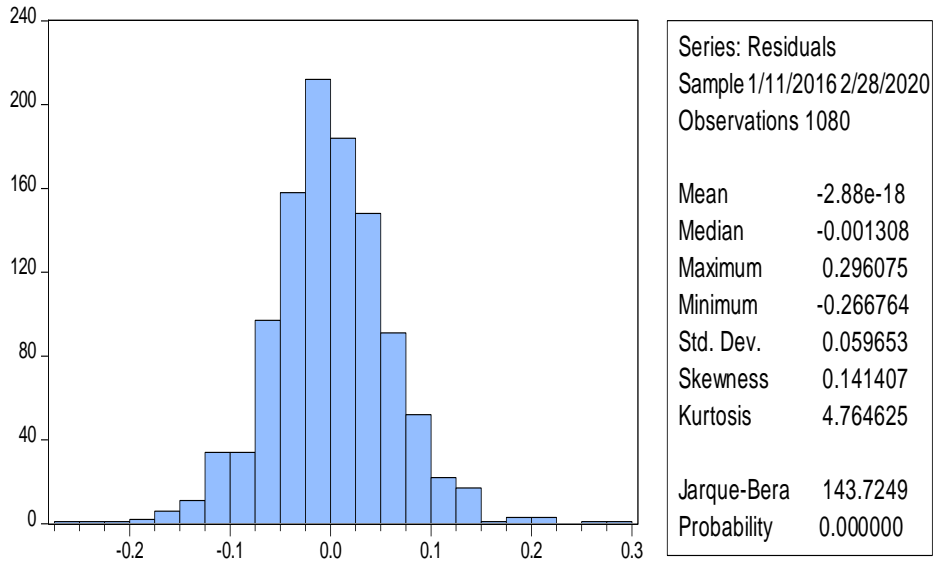
المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 20 : اختبار عدم ثبات التباين نموذج الفترة الأولى (heteroskedasticity)

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	6.795850	Prob. F(1,1077)	0.0093	
Obs*R-squared	6.765778	Prob. Chi-Square(1)	0.0093	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1/12/2016 2/28/2020				
Included observations: 1079 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003261	0.000238	13.67563	0.0000
RESID^2(-1)	0.085271	0.032710	2.606885	0.0093
R-squared	0.006270	Mean dependent var	0.003558	
Adjusted R-squared	0.005348	S.D. dependent var	0.006904	
S.E. of regression	0.006885	Akaike info criterion	-7.116987	
Sum squared resid	0.051059	Schwarz criterion	-7.107749	
Log likelihood	3841.615	Hannan-Quinn criter.	-7.113489	
F-statistic	6.795850	Durbin-Watson stat	1.856250	
Prob(F-statistic)	0.009263			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 21: اختبار Normality test لنموذج الفترة الأولى



المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 22: إختبار سببية Granger لنموذج الفترة الثانية

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 09/18/21 Time: 10:33			
Sample: 3/02/2020 1/08/2021			
Lags: 8			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLB2 does not Granger Cause DLS2	216	16.8249	6.E-19
DLS2 does not Granger Cause DLB2		6.55056	1.E-07

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 23: إختبار إستقرارية سلسلة بواقي النموذج المقدر للفترة الثانية

Null Hypothesis: E2 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.207011		0.0857	
Test critical values:	1% level	-3.999740		
	5% level	-3.430104		
	10% level	-3.138608		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E2) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:45 Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021 Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E2(-1)	-0.081741	0.025488	-3.207011	0.0015
D(E2(-1))	0.192648	0.066867	2.881064	0.0044
C	-0.039391	0.032213	-1.222835	0.2227
@TREND("3/02/2020")	0.000400	0.000251	1.593752	0.1124
R-squared	0.066932	Mean dependent var	0.007829	
Adjusted R-squared	0.054150	S.D. dependent var	0.231986	
S.E. of regression	0.225618	Akaike info criterion	-0.122176	
Sum squared resid	11.14783	Schwarz criterion	-0.061060	
Log likelihood	17.62258	Hannan-Quinn criter.	-0.097504	
F-statistic	5.236505	Durbin-Watson stat	2.049105	
Prob(F-statistic)	0.001649			

Null Hypothesis: E2 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.816220		0.0576	
Test critical values:	1% level	-3.459627		
	5% level	-2.874317		
	10% level	-2.573656		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E2) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:46 Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021 Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E2(-1)	-0.067379	0.023925	-2.816220	0.0053
D(E2(-1))	0.188796	0.067057	2.815477	0.0053
C	0.005942	0.015173	0.391597	0.6957
R-squared	0.056110	Mean dependent var	0.007829	
Adjusted R-squared	0.047529	S.D. dependent var	0.231986	
S.E. of regression	0.226406	Akaike info criterion	-0.119613	
Sum squared resid	11.27712	Schwarz criterion	-0.073776	
Log likelihood	16.33681	Hannan-Quinn criter.	-0.101109	
F-statistic	6.538961	Durbin-Watson stat	2.046562	
Prob(F-statistic)	0.001743			

Null Hypothesis: E2 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.828191		0.0048	
Test critical values:	1% level	-2.575373		
	5% level	-1.942256		
	10% level	-1.615751		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(E2) Method: Least Squares Date: 07/31/21 Time: 09:46 Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021 Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E2(-1)	-0.067527	0.023876	-2.828191	0.0051
D(E2(-1))	0.189788	0.066880	2.837719	0.0050
R-squared	0.055452	Mean dependent var	0.007829	
Adjusted R-squared	0.051178	S.D. dependent var	0.231986	
S.E. of regression	0.225972	Akaike info criterion	-0.127884	
Sum squared resid	11.28498	Schwarz criterion	-0.097327	
Log likelihood	16.25911	Hannan-Quinn criter.	-0.115549	
Durbin-Watson stat	2.046062			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 24: اختبار مدى ملائمة Ramsey Test Reset لنموذج الفترة الثانية

Ramsey RESET Test				
Equation: UNTITLED				
Specification: DLS2 DLB2 LS2(-1) LB2(-1) C				
Omitted Variables: Squares of fitted values				
	Value	Df	Probability	
t-statistic	0.200240	219	0.8415	
F-statistic	0.040096	(1, 219)	0.8415	
Likelihood ratio	0.041008	1	0.8395	
F-test summary:				
	Sum of Sq.	Df	Mean Squares	
Test SSR	0.000585	1	0.000585	
Restricted SSR	3.194068	220	0.014518	
Unrestricted SSR	3.193483	219	0.014582	
LR test summary:				
	Value			
Restricted LogL	158.1971			
Unrestricted LogL	158.2176			
Unrestricted Test Equation:				
Dependent Variable: DLS2				
Method: Least Squares				
Date: 07/31/21 Time: 13:06				
Sample: 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB2	0.268797	0.017909	15.00864	0.0000
LS2(-1)	-0.084698	0.012873	-6.579539	0.0000
LB2(-1)	0.056842	0.008288	6.858352	0.0000
C	13.08063	2.407068	5.434260	0.0000
FITTED^2	-0.017940	0.089593	-0.200240	0.8415
R-squared	0.660237	Mean dependent var	0.021998	
Adjusted R-squared	0.654032	S.D. dependent var	0.205301	
S.E. of regression	0.120756	Akaike info criterion	-1.368014	
Sum squared resid	3.193483	Schwarz criterion	-1.291861	
Log likelihood	158.2176	Hannan-Quinn criter.	-1.337275	
F-statistic	106.3919	Durbin-Watson stat	1.919990	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 25: اختبار عدم ثبات التباين نموذج الفترة الثانية heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.927427	Prob. F(1,221)	0.3366	
Obs*R-squared	0.931910	Prob. Chi-Square(1)	0.3344	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3/04/2020 1/08/2021				
Included observations: 223 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013325	0.004005	3.327211	0.0010
RESID^2(-1)	0.064652	0.067134	0.963030	0.3366
R-squared	0.004179	Mean dependent var	0.014251	
Adjusted R-squared	-0.000327	S.D. dependent var	0.058048	
S.E. of regression	0.058057	Akaike info criterion	-2.845848	
Sum squared resid	0.744911	Schwarz criterion	-2.815291	
Log likelihood	319.3121	Hannan-Quinn criter.	-2.833513	
F-statistic	0.927427	Durbin-Watson stat	2.034563	
Prob(F-statistic)	0.336585			

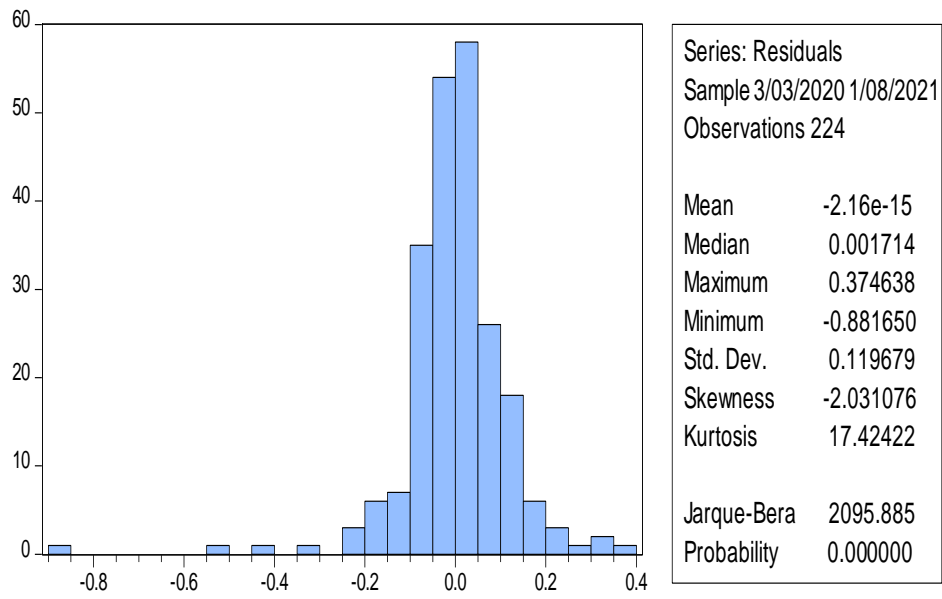
المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 26: اختبار الارتباط الذاتي لبواقي نموذج الفترة الثانية autocorrelation(resid)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	32.03352	Prob. F(2,218)	0.0000	
Obs*R-squared	50.87804	Prob. Chi-Square(2)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 3/03/2020 1/08/2021				
Included observations: 224				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLB2	-0.013433	0.013006	-1.032778	0.3029
LS2(-1)	-0.018420	0.011429	-1.611695	0.1085
LB2(-1)	0.011411	0.007200	1.584808	0.1145
C	3.306826	2.178467	1.517960	0.1305
RESID(-1)	0.038730	0.060583	0.639285	0.5233
RESID(-2)	0.487679	0.061200	7.968669	0.0000
R-squared	0.227134	Mean dependent var	-2.16E-15	
Adjusted R-squared	0.209408	S.D. dependent var	0.119679	
S.E. of regression	0.106413	Akaike info criterion	-1.616552	
Sum squared resid	2.468586	Schwarz criterion	-1.525169	
Log likelihood	187.0538	Hannan-Quinn criter.	-1.579665	
F-statistic	12.81341	Durbin-Watson stat	2.052529	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الملحق 27: Normality test لنموذج الفترة الثانية



المصدر : مخرجات برنامج eviews.10

الفهرس

III.....	الإهداء
IV.....	الشكر
V.....	ملخص البحث
VI.....	قائمة المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
XI.....	قائمة الأشكال
XII.....	قائمة الملاحق
XIV.....	قائمة الاختصارات والرموز
أ.....	المقدمة العامة
ت.....	• إشكالية الدراسة
ث.....	• فرضيات الدراسة
ث.....	• مبررات إختيار الموضوع
ج.....	• أهمية الدراسة
ج.....	• أهداف الدراسة
ج.....	• حدود الدراسة
ح.....	• منهج البحث والأدوات المستخدمة
خ.....	• الدراسات السابقة
ش.....	• نتائج تحليل الدراسات السابقة

الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية

02.....	مقدمة الفصل
03.....	المبحث الأول: ماهية التمويل الإسلامي
03.....	المطلب الأول: المال في الإسلام ومفهوم التمويل الإسلامي
03.....	• الفرع الأول: مفهوم المال في الإسلام
03.....	1- المال في اللغة
03.....	2- المال في الإصطلاح

- الفرع الثاني : مفهوم التمويل الإسلامي.....04
- المطلب الثاني : مبادئ التمويل الإسلامي ومقاصده الشرعية.....05
- الفرع الأول : المبادئ الإسلامية في المعاملات المالية05
- الفرع الثاني: المقاصد الشرعية للتمويل الإسلامي.....11
- 1- أولاً حفظ النفس.....12
- 2- ثانياً حفظ النسل.....12
- 3- ثالثاً حفظ الدين.....13
- 4- رابعاً حفظ العقل.....13
- المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية.....16
- المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية16
- الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.....16
- الفرع الثاني: تاريخ الهندسة المالية الإسلامية18
- الفرع الثالث: مشروعية الهندسة المالية الإسلامية.....19
- 1- من السنة النبوية.....19
- 2- إجتهدات الصحابة.....20
- 3- مشروعية الهندسة المالية الإسلامية من المقاصد الشرعية.....20
- 4- مشروعية الهندسة المالية الإسلامية من القواعد الفقهية.....21
- الفرع الرابع: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....22
- 1- المصادقية الشرعية.....22
- 2- الكفاءة الاقتصادية.....22
- المطلب الثاني: محددات الهندسة المالية الإسلامية.....23
- الفرع الأول: أسس الهندسة المالية الإسلامية.....23
- 1- أولاً تحريم الربا والغرر.....23
- 2- ثانياً حرية التعاقد.....24
- 3- ثالثاً التيسير ورفع الحرج.....24
- 4- رابعاً: الإستحسان والإستصلاح.....24

- 5- خامساً: التحذير من بيعتين في بيعة واحدة.....25
- الفرع الثاني: مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية.....25
 - 1- محاكاة المنتجات غير الإسلامية.....25
 - 2- الأصالة والابتكار.....26
 - الفرع الثالث: ضوابط الهندسة المالية الإسلامية.....27
 - 1- عدم مخالفة الهندسة المالية الإسلامية للشرع.....27
 - 2- سلامة الهندسة المالية الإسلامية من العيوب الشكلية للعقود.....28
 - المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية للصكوك.....30
 - المطلب الأول: مفهوم التصكيك الإسلامي.....30
 - الفرع الأول: مفهوم التوريق.....30
 - الفرع ثاني: التصكيك الإسلامي.....32
 - الفرع الثالث: الفرق بين التوريق والتصكيك وشروط التطبيق.....34
 - المطلب الثاني: الهندسة الإسلامية وتطبيقاتها.....35
 - الفرع الأول: أهم تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية.....35
 - الفرع الثاني: الصكوك كتطبيق من تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية.....37
 - خاتمة الفصل.....39

الفصل الثاني: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

- مقدمة الفصل.....41
- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.....42
- المطلب الأول: مفهوم الصكوك و نشأتها.....42
- الفرع الأول: تاريخ الصكوك الإسلامية ونشأة فكرة التصكيك.....42
 - الفرع الثاني: تعريف الصكوك الإسلامية.....48
 - المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأهميتها.....50
 - الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية.....50
 - 1- الإلتزام بالضوابط الشرعية.....50

- 2- تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة.....51
- 3- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للإستثمار.....51
- 4- المشاركة في الغنم والغرم.....51
- 5- قابلية الصكوك للتداول.....52
- 6- إنتقاء ضمان المضارب أو الوكيل أو الشريك.....52
- 7- تصدر الصكوك من جهة مالكة.....52
- الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية.....52
- المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.....55
- المطلب الأوّل: الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل الإسلامية.....55
- 1- صكوك المشاركة.....55
- 2- صكوك المرابحة.....59
- 3- صكوك السلم.....61
- 4- صكوك الإجارة.....63
- 5- صكوك الإستصناع.....65
- 6- صكوك المساقاة.....66
- 7- صكوك المزارعة.....67
- 8- صكوك المغارسة.....67
- 9- الصكوك الهجينة.....68
- المطلب الثاني: تصنيف الصكوك الإسلامية وفق إعتبرات أخرى.....71
- الفرع الأوّل: تصنيف الصكوك حسب ملكية الموجودات.....71
- 1- هيكل الصكوك المدعومة بالموجودات.....71
- 2- هيكل الصكوك القائمة على الأصول.....72
- الفرع الثاني: تصنيفها حسب جهة الإصدار.....75
- 1- الصكوك السيادية.....75
- 2- الصكوك شبه السيادية.....75
- 3- صكوك الشركات.....75

- 75.....4- الصكوك المؤسسات المالية.
- 76..... الفرع الثالث : تصنيفها حسب آجال إستحقاقها.
- 76.....1- صكوك قصيرة الأجل.
- 76.....2-صكوك متوسطة الأجل سنوات.
- 76.....3-صكوك طويلة الأجل.
- 76..... الفرع الرابع : تصنيفها حسب طبيعة العائد.
- 76.....1- الصكوك ذات العائد الثابت.
- 76.....2- الصكوك ذات العائد المتغير.
- 77.....المبحث الثالث: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها.
- 77.....المطلب الأول: أطراف عملية التصكيك وإجراءاتها.
- 77..... الفرع الأول: أطراف عملية التصكيك.
- 78..... الفرع الثاني: إجراءات عملية التصكيك.
- 80.....المطلب الثاني : الضوابط الشرعية لعملية التصكيك.
- 80..... الفرع الأول: الضوابط الهيكلية العامة.
- 80..... الفرع الثاني : الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك.
- 80.....1-الضابط الأول إصدار الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية.
- 80.....2-الضابط الثاني ملكية حصة شائعة في موجودات المشروع.
- 81.....3- الضابط الثالث آجال إستحقاق الصكوك الإسلامية .
- 81.....4- الضابط الرابع التصكيك عقد بين المصدر والمكتتبين.
- 81.....5- الضابط الخامس شروط نشرة الإصدار.
- 82.....6- لضابط السادس التعهد بتغطية الإكتتاب .
- 83.....7- الضابط السابع التعهد بالشراء بعد الإصدار .
- 83.....8- الضابط الثامن التحوط من المخاطر .
- 83..... الفرع الثالث: ضوابط تداول الصكوك الإسلامية.
- 84.....1- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لنقود.
- 84.....2-الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لديون.

- 86.....3- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لأعيان ومنافع.....
- 87.....4- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الممثلة لخليط من أعيان ومنافع ونقود وديون.....
- 87..... • الفرع الرابع : الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك.....
- 90..... خاتمة الفصل.....

الفصل الثالث: الصكوك كأداة بديلة لتجنب مخاطر السندات

- 92..... مقدمة الفصل.....
- 93..... المبحث الأول: الصكوك كبديل للسندات.....
- 93..... المطلب الأول: مفهوم السندات التقليدية.....
- 93..... • الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها.....
- 93..... 1- تعريف السندات.....
- 94..... 2- خصائص السندات.....
- 95..... • الفرع الثاني: أنواع السندات.....
- 97..... • الفرع الثالث: حكم التعامل بالسندات.....
- 100..... المطلب الثاني : الفرق بين السندات والصكوك الإسلامية.....
- 100..... • الفرع الأول: أوجه الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.....
- 101..... • الفرع الثاني: أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.....
- 105..... المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية.....
- 105..... المطلب الأول: العائد و المخاطرة وطرق قياسها.....
- 105..... • الفرع الأول: العائد.....
- 105..... 1- مفهوم العائد.....
- 106..... 2- أنواع العائد.....
- 106..... • الفرع الثاني: المخاطرة وطرق قياسها.....
- 106..... 1- مفهوم المخاطرة.....
- 107..... 2- أنواع المخاطر.....
- 108..... 3- قياس المخاطر.....

110.....	4-التأصيل الشرعي للمخاطرة.....
111.....	المطلب الثاني : مخاطر الصكوك الإسلامية
111.....	• الفرع الأول: مخاطر الصكوك المشتركة مع باقي الأوراق المالية.....
111.....	أ- مخاطر الإئتمان.....
112.....	ب-مخاطر السوق.....
112.....	1- مخاطر سوق الأصول الحقيقية.....
112.....	2- مخاطر سوق المال
114.....	3- مخاطر التشغيل.....
115.....	4- مخاطر السيولة.....
115.....	• الفرع الثاني: المخاطر التي تتفرد بها الصكوك
115.....	1- مخاطر المخالفات الشرعية.....
116.....	2- مخاطر أصول الصكوك.....
116.....	3- المخاطر المتعلقة بصيغ التمويل.....
120.....	المبحث الثالث: طرق تقليل مخاطر الصكوك الإسلامية.....
120.....	المطلب الأول: إدارة المخاطر وموقف الشريعة الإسلامية منها.....
120.....	• الفرع الأول: إدارة المخاطر.....
120.....	1- مفهوم إدارة المخاطر.....
120.....	2-أساليب ادارة المخاطر.....
121.....	3-التحديات الشرعية لإدارة المخاطر.....
122.....	• الفرع الثاني: التحوط في الشريعة الإسلامية.....
124.....	المطلب الثاني : إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....
124.....	1-دراسة الجدوى.....
124.....	2-كفاءة الإدارة والرقابة عليها.....
125.....	3- الضمانات.....
127.....	4- التأمين التكافلي.....

- 5- الاحتياطات 127.....
- 6- الالتزام بالوعد 127.....
- 7- التعويض وتحمل تبعات الهلاك 128.....
- 8- التنويع 128.....
- خاتمة الفصل 130.....

الفصل الرابع: دراسة مخاطر الصكوك والسندات وتكاملهما المشترك في

منطقة MENA

- مقدمة الفصل 132.....
- المبحث الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية 133.....
- المطلب الأول: سوق الصكوك الإسلامية في العالم 133.....
- الفرع الأول: إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم 133.....
 - الفرع الثاني: الصكوك القائمة OUTSTANDING 145.....
- المطلب الثاني : نظرة عامة حول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا MENA 146.....
- الفرع الأول: التعريف بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA 146.....
 - الفرع الثاني: الإستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا 148.....
 - الفرع الثالث: سوق الصكوك في منطقة MENA 150.....
- المبحث الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة 152.....
- المطلب الأول: الإختبارات والطرق المستخدمة 152.....
- الفرع الأول: إختبار جذر الوحدة Unit Root Test 152.....
 - الفرع الثاني: نموذج GARCH 153.....
 - الفرع الثالث: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ 154.....
 - الفرع الرابع: إختبار السببية Causality test 156.....
- المطلب الثاني: السلاسل المستخدمة وتقدير النموذج 157.....
- الفرع الأول: السلاسل الزمنية محل الدراسة 157.....
 - الفرع الثاني: نموذج الدراسة 159.....

المبحث الثالث: إختبار تذبذب عوائد الصكوك والسندات وعلاقة التكامل المشترك بينهما.....	162
المطلب الأول: إختبار مخاطر الصكوك الإسلامية والسندات.....	162
• الفرع الأول: دراسة خصائص سلاسل المؤشرين.....	162
• الفرع الثاني: إختبار إستقرارية سلاسل عوائد مؤشري الصكوك والسندات.....	167
• الفرع الثالث: إختبار تذبذب عوائد المؤشرين باستخدام نموذج GARCH.....	172
المطلب الثاني : دراسة العلاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشري الصكوك والسندات.....	185
• الفرع الأول: الفترة الأولى قبل أزمة COVID-19.....	185
أ- إختبار السببية(Granger (1969).....	185
ب-إختبار التكامل المشترك من خلال منهجية Granger & Engle.....	186
ت-نموذج تصحيح الخطأ (ECM).....	188
ث-إختبارات سلامة النموذج.....	190
• الفرع الثاني: الفترة الثانية بعد أزمة COVID-19.....	194
• إختبار السببية(Granger (1969).....	194
• إختبار التكامل المشترك من خلال منهجية Granger & Engle.....	195
• نموذج تصحيح الخطأ (ECM).....	197
• إختبارات سلامة النموذج.....	199
خاتمة الفصل.....	203
الخاتمة العامة.....	205
المراجع.....	215
الملاحق.....	238
الفهرس.....	255

المخلص

تهدف الدراسة إلى البحث في مدى توفيق الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد بديل للسندات التقليدية من خلال الصكوك الإسلامية، وذلك بمقارنة مخاطرها، ثم اختبار العلاقة السببية بينهما، وإمكانية وجود تكامل مشترك، بين مؤشري S&P MENA لسوقي الصكوك الإسلامية والسندات، للفترة 2016 إلى 2021، اعتماداً على منهج دراسة حالة سوق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، باستخدام دراسة قياسية لمؤشر الصكوك الإسلامية ومؤشر السندات.

تم الوصول إلى نتائج أهمها وجود علاقة تكامل مشترك بين الصكوك والسندات ما يطرح تفسيرين، التفسير الأول أن الهندسة المالية الإسلامية استطاعت من خلال الصكوك المساهمة في تحقيق التكامل المالي للسوقين، حيث حققت الأدوات المالية المتمثلة في الصكوك الإسلامية والسندات عوائد متساوية تقريباً عند درجة مخاطرة متقاربة، ما يجعل الصكوك الإسلامية بديل جيد للسندات عملياً لأنها تحقق عائداً مقارباً لها، ومخاطرة أقل خاصة في ظروف السوق العادية. أما التفسير الثاني فالترزامن في الحركة يدل على أن الصكوك الإسلامية في سوق MENA تشبه إلى حد كبير السندات التقليدية، وهو ما يضع الهندسة المالية الإسلامية أمام مخاطر فقدانها للمصداقية الشرعية، التي يمكن أن تترتب عن هذا التقارب. والجدير بالذكر أنه رغم تعدد الصيغ التعاقدية للصكوك إلا أنه لا توجد إستفادة معتبرة من هذا التنوع، لأن سوق الصكوك يعتمد بدرجة كبيرة على التعامل بصكوك المرابحة الأقرب هيكلية للسندات التقليدية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، السندات، الهندسة المالية، التكامل المشترك، MENA.

Résumé

L'étude a pour objectif d'analyser le succès de l'Ingénierie Financière Islamique à trouver une alternative aux obligations traditionnelles par le biais des sukuk islamiques, en comparant leurs risques, puis en testant la relation causale entre eux et voir la possibilité d'une cointégration entre les indicateurs S&P MENA des deux marchés islamiques : le marché des sukuk et le marché des obligations de la période de 2016 à 2021. En se basant sur la méthodologie de l'étude de cas du marché MENA et en utilisant une étude économétrique de l'indice des sukuk islamiques et de l'indice des obligations.

Le résultat le plus important est la présence d'une relation de cointégration entre les sukuk et les obligations, ce qui nous fournit deux explications. La première est que l'ingénierie financière islamique a pu, à travers les sukuk, contribuer à la réalisation de l'intégration financière des deux marchés. En effet, les deux instruments financiers ont obtenu des rendements quasi-égaux à un degré de risque similaire, ce qui fait des sukuk islamiques une bonne alternative aux obligations dans la pratique, car il obtient un rendement proche de celui-ci avec un risque plus faible, dans des conditions normales de marché. Quant à la deuxième explication, la synchronisation dans le mouvement indique que les sukuk islamiques sur le marché MENA sont très similaires aux obligations traditionnelles, ce qui met l'Ingénierie Financière Islamique devant le risque de perdre sa crédibilité islamique, qui peut résulter de cette convergence. Il est à noter que malgré les nombreuses formes contractuelles des sukuk, il n'y a pas de bénéfice significatif de cette diversité, car le marché des sukuk dépend largement du traitement des sukuk murabaha qui sont structurellement plus proches des obligations traditionnelles.

les mots clés: Sukuk, Obligations, Ingénierie Financière, Cointégration, MENA.

Abstract

The study aims to analyse the success of Islamic Financial Engineering in finding an alternative to traditional bonds through Islamic sukuk, comparing their risks, then testing the causal relationship between them and see the possibility of cointegration between the S&P MENA indicators of the two Islamic markets: the sukuk market and the bond market from 2016 to 2021. Based on the methodology of the MENA market case study and using a econometric study of the Islamic sukuk index and the bond index.

The most important result is the presence of a cointegrating relationship between sukuk and bonds, which provides two explanations. The first is that Islamic financial engineering has been able, through sukuk, to contribute to the achievement of financial integration of the two markets. Indeed, both financial instruments have obtained almost equal returns at a similar degree of risk, which makes Islamic sukuk a good alternative to bonds in practice, as it obtains a similar return with less risk, under normal market conditions. As for the second explanation, the synchronization in the movement indicates that Islamic sukuk in the MENA market are very similar to traditional bonds, which puts Islamic Financial Engineering at risk of losing its Islamic credibility, which may result from this convergence. It should be noted that despite the many contractual forms of sukuk, there is no significant benefit from this diversity, as the sukuk market is largely dependent on the treatment of murabaha sukuk which are structurally closer to traditional bonds.

key words: Sukuk, Bonds, Financial Engineering, Cointegration, MENA.